

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
UNIVERSITY OF ECONOMICS IN BRATISLAVA
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance

Eduard HYRÁNEK et al.

PODNIKOVÉ FINANČIE VO VEDE A PRAXI
2020

Zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií

SCIENCE AND PRACTICE OF CORPORATE
FINANCE 2020

Proceedings of Scientific Papers of Department of Corporate Finance



Vydavateľstvo EKONÓM – Publishing House EKONÓM
Bratislava, december 2020

HYRÁNEK, Eduard et al. (2020). Podnikové financie vo vede a praxi 2020: Science and Practise of Corporate Finance.

Bratislava: Vydavateľstvo [Publishing House] EKONÓM, 2020. 146 p.

©AUTORI/AUTHORS

Ing. Peter BADURA, PhD.
ING. IVONA ĎURINOVÁ, PHD
Hartmut GOLDAU
Doc. Ing. Anna HARUMOVÁ, PhD.
Doc. Ing. Eduard HYRÁNEK, PhD.
Ing. Zuzana JAKUBOVÁ
Ing. Veronika JÁNOŠOVÁ, CSc.
Ing. Lenka KALUSOVÁ, PhD.
Ing. Miroslav KMEŤKO, PhD.
Ing. Magdaléha KUBRANOVÁ, PhD.
prof. Ing. Peter MARKOVIČ, PhD.
Ing. Branislav MIŠOTA, PhD.
Mgr. Martin NOVYSEDLÁK, PhD.
Ing. Petra POLEČOVÁ
prof. Dr. Ing. Anna POLEDNÁKOVÁ
Ing. PAVEL ŠKRINIAR, PhD.
Ing. Alena TÓTHOVÁ, PhD.
Ing. Mária TRÚCHLIKOVÁ, PhD.
Ing. Katarína VAVROVÁ, PhD.

ZOSTAVOVATEĽ/EDITOR

Ing. Miroslav KMEŤKO, PhD.

RECENZENTI/REVIEWERS

doc. RNDr. Zuzana HAJDUOVÁ, PhD.
prof. Ing. Hussam MUSA, PhD.

Príspevky neprešli jazykovou úpravou. Za originalitu, obsah, úroveň, odbornú správnosť, jazykovú a gramatickú stránku príspevkov zodpovedajú autori.

Zborník vedeckých statí bol vydaný v súlade s edičným programom Ekonomickej univerzity v Bratislave na rok 2020 ako výstup z riešenia grantových úloh Ministerstva školstva, vedy, výskumu a športu Slovenskej republiky VEGA MŠ SR č. 1/0462/19 *"Implementácia kľúčových determinantov do modelov výkonnosti ako nástrojov finančného rozhodovania podniku v súčasných podmienkach"*, VEGA č. 1/0240/20 *„Finančné aspekty udržateľného podnikania – riešenie podnikového nástupníctva v malých a stredných podnikoch“*, VEGA č. 1/0007/19 *Alokácia aktív v prostredí nízkych úrokových mier vo finančných a nefinančných podnikoch v SR*, VEGA č. 1/0309/18 *„Sociálne siete v riadení ľudských zdrojov“*, KEGA č. 025EU-4/2018 *“Systematický znalostný transfer v oblasti ekonomického zručnosti a forenzných expertíz”* a VEGA MŠ SR č. 1/0569/18: *„Stabilizácia ľudského kapitálu v podnikoch SR ako imanentný determinant ich úspešnosti, konkurencieschopnosti a udržateľného rozvoja.”* A ostatných úloh riešených na Katedre podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave.

VYDAVATEL/PUBLISHER

Ekonomická univerzita v Bratislave/University of Economics in Bratislava

Vydavateľstvo / Publishing House EKONÓM

Dolnozemska cesta 1

SK-852 35 BRATISLAVA

SLOVAK REPUBLIC

ISBN 978-80-225-4785-7

Obsah

Contents

PETER BADURA

Princíp automatického tvorcu trhu UniSwap

Fundamentals of Automated Market Maker UniSwap.....6

IVONA ĎURINOVÁ

Významné zmeny v oblasti zdaňovania príjmov v SR

Significant Changes in the Field of Income Taxation in the Slovak Republic.....12

HARTMUT GOLDAU – PETER MARKOVIČ – MATIN NOVYSEDLÁK

Die Preisentwicklung bei Bestandsimmobilien und mögliche Einflüsse auf die finanzielle Nachhaltigkeit von KMUs

The Price Development of Real Estates and the Possible Influences on the Financial Sustainability of SME's.....20

ANNA HARUMOVÁ

The Impact of EU Economic and Fiscal Policy Coordination on Individual States.....47

EDUARD HYRÁNEK – BRANISLAV MIŠOTA

Hodnotenie finančného zdravia podniku Hella Innenleuchten – Systeme Bratislava aplikáciou modelu HGN

Evaluation of the Financial Health of the Company Hella Innenleuchten – Systeme Bratislava by Applying the HGN model.....61

VERONIKA JÁNOŠOVÁ

Kryté dlhopisy nahradili hypotekárne záložné listy

Covered Bonds Replaced Mortgage Bonds.....69

LENKA KALUSOVÁ

Konkurencieschopnosť krajín Vyšehradskej skupiny

Competitiveness of the Visegrad Group Countries.....75

MIROSLAV KMEŤKO

Ako reálne funguje risk on a risk off

What is the Real Function of Risk-On and Risk-Off.....82

MAGDALÉNA KUBRANOVÁ

Platobný proces európskeho trhu cenných papierov a vyrovnanie transakcií s cennými papiermi

Payment Procces of European Securities Market and Settlement Securities Transactions.....87

PETRA POLEČOVÁ

Analýza čerpania dlhopisov v SR a porovnanie s eurozónou

Analysis of Bond Drawing in SR and Comparison with the Euro Area.....97

ANNA POLEDNÁKOVÁ

Synergický efekt a plánovanie v procese fúzií a akvizícií

Synergy and Planning in the Process of Mergers and Aquisitions.....103

PAVEL ŠKRINIAR

Legislatívne rámce crowdfundingu vo vybraných krajinách

Legislative Frameworks of Crowdfunding in Selected Countries.....109

ALENA TÓTHOVÁ, MIROSLAV TÓTH

Finančné parametre určujúce postavenie malých a stredných podnikov na trhu

Financial Parameters Determining the Position of Small and Medium-sized Enterprises on the Market.....116

MÁRIA TRÚCHLIKOVÁ

Ekonomické následky COVID-19 na malé a stredné podniky

Economic consequences of COVID-19 on Small and Medium-sized Enterprises.....127

KATARÍNA VAVROVÁ

Vplyv digitálnej revolúcie na daňový systém v dobe nízkych úrokových sadzieb

The Impact of the Digital Revolution on the Tax system in Low Interest Rates.....136

Princíp automatického tvorcu trhu UniSwap

Fundamentals of Automated Market Maker UniSwap

Peter Badura

Abstract

The world of blockchain is frequently surprising us with various innovations. One of the last, nevertheless very interesting ones, was the creation of a decentralized UniSwap platform. The main goal of this article is to describe the root of the new crypto-currencies' trading concept - UniSwap platform, its pros and cons. Main methods used in our research are analysis and comparison of different price scenarios. Our conclusions are that UniSwap platform is a unique solution. Its main advantage is the simplicity and automation of market making. The main disadvantage is that the price can increase rapidly in the case of a large volume demand.

JEL classification: G15, G23, G29

Keywords: cryptocurrencies, transactions, UniSwap

1 Úvod

Svet blockchainu prináša neustále inovácie, ktoré sa dokážu veľmi rýchlo presadiť a získať si pozornosť investorov. Hoci sa blockchainové kryptomeny primárne zameriavajú na decentralizáciu aktivít (napríklad finančných transakcií), stále je tu silný bod centralizácie. Tým sú burzy, na ktorých dochádza k sprostredkovaniu ich predaja a nákupu. Burzy tým, ako sú potenciálne vystavené napríklad útokom hekerov, zároveň vystavujú ohrozeniu aj kryptomeny, ktoré držia na obchodných účtoch svojich klientov. Jeden z posledných takýchto útokov sa odohral v septembri 2020, kedy z burzy KuCoin zmizli kryptomeny v odhadovanom objeme viac ako 200 miliónov USD (Cointelegraph.com, 2020).

Okrem spomínaného rizika útoku hekerov, centralizovaným burzám je tiež často vytýkané, že vo svojich rukách koncentrujú príliš veľa moci. Môžu sa napríklad podieľať na rozhodovaní o budúcom smerovaní a technickom rozvoji kryptomien. Jedna z najväčších a najznámejších kryptomenových búrz Coinbase má podľa analýzy vykonanej a zverejnenej tímom Chain.info (2020) vo svojej držbe bežne 1 milión bitcoin mincí (pričom v súčasnosti ich je v obehu celkovo 18,5 milióna). Pri súčasnej cene bitcoinu tak Coinbase kontroluje BTC v objeme vyše 11 miliárd USD.

Z uvedených dôvodov sa mnohí vývojári zamýšľali nad možnosťami, ako by bolo možné decentralizovať i samotné obchodovanie - nákup a predaj kryptomien takým spôsobom, aby pre ich vzájomnú výmenu nebol potrebný centralizovaný bod, ale mohli sa obchodovať priamo z peňaženiek jednotlivých účastníkov. Osobné kľúče k peňaženkám s kryptomincami majú k dispozícii iba samotní obchodníci - čím by sa zároveň minimalizovalo riziko hekerských útokov. Aj v prípade, ak by došlo k heknutiu niekoľkých individuálnych peňaženiek, škody by neboli tak rozsiahle, ako keby došlo k útoku na celú burzu. Zo všetkých týchto počínov, bolo tým najzaujímavejším vytvorenie automatického tvorcu trhu UniSwap.

2 Stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Pojem blockchain je širším pojmom ako kryptomena a označuje celú technológiu šifrovania a zdieľania informácií. Ako uvádzajú autori Nawari a Ravindran (2019): „Blockchain je v podstate decentralizovaná kniha, ktorá zaznamenáva každú transakciu uskutočnenú v sieti, známu ako „blok“, a ktorá obsahuje šifrované údaje celej histórie transakcií.“ Tí istí autori vo svojom ďalšom článku (Nawari & Ravindran, 2019) konštatujú: „Cieľom technológie

blockchain je vytvoriť systém, ktorý by poskytoval robustné samo-regulačné a samo-monitorovacie operácie s dátami či transakciami, ktoré by boli zároveň odolné voči kybernetickým útokom. Tak by bolo možné zabezpečiť uľahčenie a ochranu skutočne účinného systému pre výmenu údajov.“ Rosenberg (2019) sa vo svojom článku zameria najmä na využitie blockchainu vo sfére finančných transferov a konštatuje: „Blockchain - technológia, ktorá našla svoje prvé a hlavné uplatnenie v kryptomenách, sa bude v budúcnosti používať ďaleko za touto hranicou a potenciálne urýchli cestu k budúcnosti bez hotovosti. Vďaka nej by sa mohol urýchliť aj medzinárodný prevod peňazí, pretože transakcie v kryptomenách sa k príjemcovi na druhej strane sveta môžu dostať len v priebehu niekoľkých minút. To sa samozrejme deje rýchlejšie alebo pomalšie - v závislosti od danej kryptomeny.“

UniSwap, spomínaný v úvode článku, je decentralizovaná burza, ktorá pre svoje fungovanie využíva blockchain - konkrétne jednu a tú istú sieť ethereum (ETH), ktorú autori Guo et al. (2019) charakterizujú nasledovne: „Ethereum je prominentná verejná blockchainová platforma, ktorá podporuje nielen bezpečný prenos kryptomeny, ale aj rôzne decentralizované aplikácie.“ Smart kontrakty môžu využiť napríklad iné kryptomeny, ktoré tak budú bežať na hlavnej sieti ethereum - čím však budú čerpať istú časť maximálnej kapacity pre uskutočnené transakcie v materskej sieti.

3 Cieľ a metodológia

Hlavným cieľom tohto článku je opísať podstatu nového konceptu obchodovania kryptomien prostredníctvom platformy UniSwap. Kým objektom skúmania je samotná decentralizovaná burza UniSwap, predmetom nášho výskumu je princíp, na ktorom tento automatický tvorca trhu funguje a spôsob, akým dosahuje vytvorenie rovnovážnej ceny.

Hlavnými metódami použitými pri výskume je sumarizácia poznatkov z dostupnej literatúry a špecializovaných stránok venujúcich sa kryptomenám. Ďalej využijeme analýzu, a to najmä pri podrobnejšom skúmaní princípu UniSwap. Následne uskutočníme komparáciu rôznych cenových scenárov. Pri spracovávaní dát bol využitý program MS Excel.

4 Výsledky výskumu a diskusia

Ako uvádza stránka Cryptotesters.com (2020), decentralizovaná platforma UniSwap vznikla v novembri 2018. Vytvoril ju Hayden Adams - programátor, ktorého pôvodným zámerom bolo zdokonaľiť sa v programovacom jazyku Solidity (programovací jazyk siete ethereum). Pre overenie svojich schopností sa zameria na praktickú realizáciu myšlienky Vitalika Buterina (tvorca celej siete ethereum), ktorý s týmto unikátnym návrhom prišiel o niekoľko rokov skôr, no ten ostal len v teoretickej rovine.

Tradičné burzy fungujú na princípe knihy objednávok (order book). Tá sumarizuje stanú ponuky a dopytu a jednotlivé objednávky usporadúva od najnižšej ceny smerom nahor (v prípade predaja) a od najvyššej ceny smerom nadol (v prípade kúpy). Obchod sa uskutoční, keď sa predávajúci s najnižšou cenou zhodne s kupujúcim s najvyššou ponukou. K tomu dochádza väčšinou pri realizácii market príkazu na kúpu alebo predaj. Posun ceny jedným alebo druhým smerom zároveň aktivuje ostatné nastavené limit príkazy a cena sa začne posúvať nahor alebo nadol. Okrem predávajúcich a kupujúcich sú na trhu prítomní aj tzv. tvorcovia trhu. Tí majú za úlohu dodávať na trh dostatočnú likviditu. Svoje príkazy na nákup alebo predaj zadávajú na obe strany trhu a vyplňajú prípadné medzery. Bez nich by hrozili prílišné cenové odskoky.

UniSwap je tiež tvorcom trhu - dokonca automatickým, funguje však na inom princípe - princípe fondov likvidity (tzv. liquidity pools). Každý takýto fond pozostáva z dvoch mien - samotného ETH (základná mena ether na sieti ethereum) a ERC-20 tokenu (hociktorá iná mena, ktorá používa materskú sieť ethereum). Tým sa zabezpečí, že vzájomná výmena prebehne na

tej istej sieti. Za týmto účelom sa využíva prepojenie platformy UniSwap a osobnej ETH peňaženky, ktorá všetky tieto meny dokáže uschovať (napr. Metamask).

V prípade, ak má niekto záujem nakúpiť ľubovoľný ERC-20 token na burze UniSwap, stačí, ak do jednoduchého formulára zadá požadované množstvo a UniSwap mu vypočíta, koľko druhej meny ho to bude stáť. Cenu nemožno vyjednávať, nie je možné stanoviť limitný príkaz na výhodnejší nákup alebo predaj. Ak by sa účastník rozhodol obchod nezrealizovať, ďalší obchodník, ktorý by UniSwap použil, by dostal presne tú istú cenovú ponuku. Tá by trvala dovtedy, kým niekto obchod neuskutoční a svojim obchodom tak cenu neposunie jedným alebo druhým smerom - pre ďalšieho obchodníka, ktorý príde po ňom. Na to, aby bolo možné stanoviť cenu, využíva UniSwap algoritmus nazývaný „constant product market maker“. Ten pre stanovenie aktuálnej ceny nevyužíva ani knihu objednávok, ani ceny z iných búrz. Namiesto toho sa spolieha výlučne na aktuálny pomer oboch kryptomien vo fonde likvidity a na arbitráže obchodníkov.

Na začiatku, pri vytváraní samotného fondu, je nutné dodať počiatočnú likviditu. Väčšinou sa o to starajú vývojári meny, ktorá sa má obchodovať oproti ETH. Musia dodať obe meny - ako ETH, tak i svoju menu (napr. USDC). Pre ilustráciu predpokladajme, že na počiatku bolo do fondu dodaných 1 tisíc ETH a 100 tisíc USDC. USDC je takzvaný „stable coin“ - je to kryptomena, ktorá je naviazaná na reálny americký dolár a jej cena preto osciluje v tesnej blízkosti okolo 1 USD (menšie odchýlky do 5 % sú však bežné). Pokiaľ vynásobíme 1 000 x 100 000, dostaneme hodnotu 100 000 000. Táto hodnota je „k“ a je nazývaná „constant product“ (konštantný výsledok). Podstata fungovania UniSwap je potom veľmi jednoduchá - snaží len udržiavať konštantu „k“ na tej istej úrovni. Vzájomný vzťah medzi ETH a ERC-20 tokenom na UniSwap je vyjadrený rovnicou 1.

$$\text{ETH} \times \text{ERC20} = k \quad (1)$$

Na začiatku bol vzájomný pomer vo vytvorenom fonde likvidity 1 ETH ku 100 USDC. Pokiaľ je cena ETH na tradičnej burze napríklad 1 ETH za 100,50 USDC, vzniká možnosť arbitrážneho zisku pre ktoréhokoľvek obchodníka. V prípade, ak sa ten rozhodne nakúpiť 1 ETH na UniSwap, cena za takýto nákup by bola 100,10 USDC. Keď túto likviditu obchodník do fondu dodá, má právo z neho vybrať 1 ETH (výmena prebehne v jeho peňaženke - napríklad spomínanej Metamask). Vzájomný pomer mien vo fonde by sa tak zmenil, ale konštanta „k“ by bola stále na úrovni 100 000 000 - čo je jediný parameter, ktorý UniSwap sleduje ($100\,000\,000 / 999 \text{ ETH} = 100\,100,10 \text{ ERC-20}$).

Cena pre ďalšieho obchodníka by bola už na vyššej úrovni, a to 100,20 USDC za ETH - aby sa „k“ stále rovnalo 100 miliónom. Cena sa tak vďaka arbitrážam postupne približuje k cenám na ostatných, centralizovaných burzách. V tabuľke 1 nižšie ilustrujeme situáciu, kedy z fondu obchodníci nakupujú po 1 ETH a svojimi obchodmi tak postupne uzatvárajú cenovú medzeru medzi UniSwap a centralizovanými burzami.

Tabuľka 1

ETH/USDC fond likvidity a vývoj v prípade postupného nákupu po 1 ETH

Nákup ETH	Zostatok ETH	Zostatok USDC	Konštanta „k“	Cena celkom za ETH	Jednotková cena za ETH
—	1 000	100 000,00	100 000 000	—	—
1	999	100 100,10	100 000 000	100,10	100,10
1	998	100 200,40	100 000 000	200,40	100,20
1	997	100 300,90	100 000 000	300,90	100,30
1	996	100 401,61	100 000 000	401,61	100,40
1	995	100 502,51	100 000 000	502,51	100,50

Zdroj: vlastné prepočty

V tabuľke možno vidieť, že kým cena pre prvého obchodníka bola na úrovni 100,10 USDC, cena pre druhého bola už vyššia. Tiež je možné badať, ako sa postupne medzera uzatvára a v poradí piaty obchodník by už mal cenu za 1 ETH stanovenú na úrovni 100,50 USDC - čo je cena, kde sa mu už arbitrážny obchod neoplatí.

V tabuľke 2 ilustrujeme ďalšie možné situácie (v prípade, že by obchodník plánoval nakúpiť viac, ako by bolo vhodné pre ziskovú arbitráž).

Tabuľka 2

ETH/USDC fond likvidity a jednotlivé scenáre pri nákupe rôzneho objemu ETH

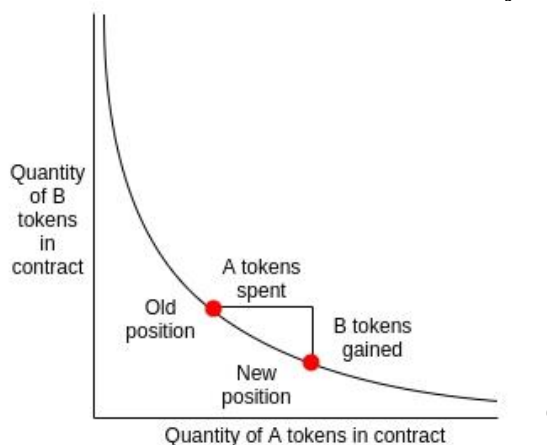
Nákup ETH	Zostatok ETH	Zostatok USDC	Konštanta „k“	Cena celkom za ETH	Jednotková cena za ETH
—	1 000	100 000,00	100 000 000	—	—
1	999	100 100,10	100 000 000	100,10	100,10
2	998	100 200,40	100 000 000	200,40	100,20
5	995	100 502,51	100 000 000	502,51	100,50
10	990	101 010,10	100 000 000	1 010,10	101,01
100	900	111 111,11	100 000 000	11 111,11	111,11
500	500	200 000,00	100 000 000	100 000,00	200,00
900	100	1 000 000,00	100 000 000	900 000,00	1 000,00
999	1	100 000 000,00	100 000 000	99 900 000,00	100 000,00

Zdroj: vlastné prepočty

Z tabuľky 2 je zrejmé, že v prípade, kedy by obchodník chcel nakúpiť väčšie množstvo ETH ako len 5 jednotiek, cena by sa pre neho stala veľmi nevýhodnou. Pri nákupe 999 ETH (teda takmer celého fondu ETH) by bola cena stanovená až na úroveň 100 tisíc USDC za každý jeden ETH. Uvedenú situáciu ilustrujeme obrázkom č. 1 nižšie.

Obrázok 1

Rebalancovanie objemu ETH a ERC-20 tokenu vo fonde likvidity



Zdroj: <https://blog.ltonetwork.com/riding-the-defi-hype-uniswap-liquidity-pool-proposal/>

Ako možno vidieť na obrázku - ak sa vo fonde znižuje objem jednej meny, zvyšuje sa objem tej druhej. A čím viac likvidity sa vyčerpá, tým extrémnejšie hodnoty pri druhej mene sú dosahované. V prípade, ak by sme mali záujem vyčerpať celý fond jednej meny, požadovaný objem tej druhej (ako protihodnota) by bol enormne vysoký. Cena za daný obchod by tak bola neúmerne vysoká - ako bolo číselne vyjadrené v tabuľke 2.

Týmto jednoduchým spôsobom sme ilustrovali podstatu fungovania UniSwap. Na začiatku sa pre každý ERC-20 token vytvorí fond likvidity a ďalej sa stačí spoliehať na obchodníkov a arbitráže. Obchodníci za uskutočnené obchody platia istý poplatok - v prípade UniSwap je to

0,3 % z obchodu, ktorý sa následne prerozdelení medzi dodávateľov likvidity do fondu. To je ich hlavnou motiváciou, prečo danú likviditu poskytujú a takýmto spôsobom zarábajú až niekoľko desiatok percent ročne. Na druhej strane, ich hlavným rizikom je tzv. „impermanent loss“ - to je riziko, že ak by bol veľmi vysoký dopyt po jednej z dvoch mien dodaných do fondu (obchodníci ju z fondu vo veľkej miere vykúpia), dodávateľom likvidity nakoniec skončí v peňaženke práve tá druhá, ktorá na hodnote stratila.

5 Záver

Napriek tomu, že platforma UniSwap je založená na jednoduchom princípe, ktorým je dodanie počiatočnej likvidity a následné spoliehanie sa na arbitrážne obchody, nemožno povedať, že jej existencia je výlučne podmienená existenciou iných, centralizovaných búrz. Dokázala by totiž existovať aj samostatne. Rovnako, ako na centralizovaných burzách, dochádzalo by k tomu, že niektorí účastníci by chceli nakúpiť, iní predáť. Cenou by tak hýbal aktuálny záujem účastníkov, a nielen možnosť uskutočnenia ziskovej arbitráže.

Decentralizovaná platforma UniSwap je unikátna svojou jednoduchosťou. Jej jedinou úlohou je udržiavať stabilnú konštantu „k“. Samozrejme, tento princíp má tiež svoje nevýhody, ktorými je najmä enormná cena pri nákupe veľkého množstva aktív naraz. To sa však dá postupne odbúrať - tým, že sa do fondu dodá väčšia likvidita pre obe meny. Čím viac likvidity, tým menší cenový odskok pri nákupe je možné dosiahnuť.

Na záver článku znova pripomenieme hlavný dôvod, prečo vôbec vznikajú takéto nové, decentralizované koncepty búrz. Pri obchodovaní cez UniSwap, kryptomeny nie sú posielané na centralizované miesto, ktoré by tak kumulovalo príliš veľkú moc, a pri ktorom by hrozilo veľké riziko hekerského útoku. Naopak, UniSwap využíva priame napojenie na peňaženky obchodníkov, ktorým ak jednu menu odoberie, druhú im hneď dodá.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/2019 „Alokácia aktív v prostredí nízkych úrokových mier vo finančných a nefinančných podnikoch v SR.“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatúra (References)

Cointelegraph.com. (2020). *KuCoin hack unpacked: More crypto possibly stolen than first feared*. <https://cointelegraph.com/news/kucoin-hack-unpacked-more-crypto-possibly-stolen-than-first-feared>, [accessed 15.10.2020].

Cryptotesters.com. (2020). *Understanding Uniswap: how to become a successful Liquidity provider and earn trading fees*. <https://cryptotesters.com/tutorial/understanding-uniswap>, [accessed 16.10.2020].

Chain.info – Medium.com blog. (2020). *How Many Bitcoin Does Coinbase Hold?* <https://medium.com/@chain.info1/how-many-bitcoin-does-coinbase-hold-32cc6f41b656> [accessed 16.10.2020].

Guo, D. et al. (2019). Graph structure and statistical properties of Ethereum transaction relationships. *Information sciences*. Vol. 492, AUG 2019, pp. 58-71. ISSN 0020-0255.

LTO network – Medium.com blog. (2020). *Riding the DeFi hype, Uniswap Liquidity Pool proposal*. <https://blog.ltonetwork.com/riding-the-defi-hype-uniswap-liquidity-pool-proposal/> [accessed 16.10.2020].

Nawari, N.O. – Ravindran, S. (2019). Blockchain and the built environment: Potentials and limitations. *Journal of Building Engineering*. Vol. 25, SEP 2019, ISSN 2352-7102.

Nawari, N.O. – Ravindran, S. (2019). Blockchain and Building Information Modeling (BIM): Review and Applications in Post-Disaster Recovery. *Buildings*. Vol. 9, Issue 6, Article No. 149, eISSN 2075-5309.

Rosenberg, J. (2019). Cryptocurrencies. Money is not everything but *Zeitschrift fur Herz Thorax und Gefasschirurgie*. Vol. 33, Issue 2, pp. 139-146. ISSN 0930-9225.

Contact

Peter Badura, Ing., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: peter.badura@euba.sk

Významné zmeny v oblasti zdaňovania príjmov v SR Significant Changes in the Field of Income Taxation in the Slovak Republic

Ivona Ďurinová

Abstract

Currently, the whole world is affected by the crisis caused by the new coronavirus. It is clear that not only the social situation of taxpayers but also the business environment of business entities can be significantly influenced by variously constructed elements of tax technology but also by various measures in the field of taxation. A number of measures have been taken not only in the field of taxation (Lex Korona), but they are only temporarily effective during the pandemic period. However, a number of important changes were adopted before the pandemic, especially in the area of income taxation. The paper deals with significant changes in the field of income taxation in the Slovak Republic, which are effective from 1 January 2020, evaluates them from various perspectives, but especially with emphasis on the impact of selected changes on the tax burden on businesses and also lists changes effective from 1 January 2021. The paper uses the method of comparison, analysis and synthesis.

JEL classification: H20, H24

Keywords: personal and corporate income tax, significant changes, business entities

1 Úvod

Podniky v dôsledku globalizácie svetovej ekonomiky sú stále viac závislé od podmienok externého prostredia, v ktorých podnikajú a preto kvalitné podnikateľské prostredie je pre nich existenčne významné (Mesík, 2013, s. 373). Napriek tomu, že jedným zo zámerov daňovej reformy bolo zjednodušenie celého daňového systému a najmä legislatívy, v tejto oblasti stále existujú problémy. Poukazujú na to aj niektorí autori, ktorí sa zaoberajú podnikateľským prostredím. Napr. Šubertová sa zaoberala podnikateľským prostredím v EÚ (2014), pričom v rámci svojho výskumu sa orientovala na podnikateľské prostredie najmä pre malé a stredné podniky v SR a uvádza (2015, s. 1306), že stále existujú početné nedostatky a možnosti zlepšenia podpory malých a stredných podnikov vo viacerých oblastiach. Potvrďuje skutočnosť, že neefektívne pôsobia na výber daní aj časté zmeny daňovej legislatívy. Kvalitou podnikateľského prostredia z tohto pohľadu sa zaoberá aj Kmeť (2014, s. 207), ktorý uvádza, že podnikateľské prostredie na Slovensku sa už niekoľko rokov v tejto oblasti zhoršuje.

V súčasnom období je celý svet zasiahnutý krízou spôsobenou novým koronavírusom. Je zrejmé, že prostredníctvom rôzne konštruovaných prvkov daňovej techniky ale aj prostredníctvom rôznych opatrení v daňovej oblasti možno významne ovplyvniť nielen sociálnu situáciu daňovníkov ale aj podnikateľské prostredie podnikateľských subjektov. Bolo prijatých množstvo opatrení nielen v daňovej oblasti (Lex Korona), ktoré však majú len dočasnú účinnosť počas obdobia pandémie. Množstvo dôležitých zmien bolo však prijatých ešte pred pandemiou, a to najmä v oblasti zdaňovania príjmov. Väčšina z nich je účinná od roku 2020, niektoré zmeny sú účinné až v nasledujúcich rokoch.

Príspevok sa zaoberá významnými zmenami v oblasti zdaňovania príjmov v SR, ktoré sú účinné od 1. 1. 2020, hodnotí ich z rôznych hľadísk, najmä však s dôrazom na dopad vybraných zmien na daňovú záťaž podnikateľských subjektov a uvádza aj zmeny účinné od 1. 1. 2021.

2 Súčasný stav riešenej problematiky

2.1 Vybrané zmeny v oblasti zdaňovania príjmov účinné od 1. 1. 2020

V oblasti dane z príjmov možno považovať za veľmi dôležitú zmenu najmä zníženie sadzby dane z príjmov na 15 % pre právnické osoby a živnostníkov s ročnými príjmami do 100 000 €. Uvedená sadzba sa bude uplatňovať už za zdaňovacie obdobie, ktoré začína najskôr 1. 1. 2020 a bude sa môcť použiť aj v prípade osobitného základu dane pri presune majetku daňovníka alebo podnikateľskej činnosti daňovníka do zahraničia, t. j. v prípade dani na odchode (exit tax). Pre platenie preddavkov platí, že pokiaľ nie je zrejmé splnenie výšky obratu, pre výpočet preddavkov sa použije sadzba dane 21 %.

Medzi významné sociálne opatrenia patrí zvýšenie nezdaniiteľnej časti základu dane na daňovníka, vzhľadom na to, že táto položka sa zvyšovala počas dlhého obdobia len veľmi mierne. Aj od roku 2020 sa nezdaniiteľná časť základu dane na daňovníka viaže na životné minimum platné k 1. 1. daného zdaňovacieho obdobia, už sa však neodvíja od 19,2-násobku životného minima, ale od 21-násobku sumy životného minima. Ročná suma nezdaniiteľnej časti základu dane na daňovníka bude za rok 2020 vo výške 4 414,20 €, oproti sume platnej v roku 2019 vo výške 3 937,35 €. Uvedená zmena bude mať priaznivý dopad najmä na nízkopríjmové skupiny daňovníkov.

Medzi dôležité daňové stimuly, ktoré by mali mať priaznivý dopad na podnikateľské subjekty, patrí tiež inštitút umorovania daňovej straty, podmienky odpisovania majetku alebo podmienky odpočtu výdavkov na výskum a vývoj.

V podmienkach umorovania daňovej straty došlo k významným zmenám. Doba, počas ktorej možno daňovú stratu umorovať, sa od roku 2020 predlžuje zo štyroch na najviac päť bezprostredne za sebou zdaňovacích období bezprostredne nasledujúcich po období, za ktoré bola táto daňová strata vykázaná. Zrušila sa tiež povinnosť umorovania straty rovnomerným spôsobom. Odpočet daňovej straty možno uplatniť najviac do výšky 50 % základu dane v prípade právnickej osoby alebo do výšky 50 % základu dane v prípade fyzickej osoby, ktorá má príjmy z podnikania a z inej samostatnej zárobkovej činnosti (§ 6 ods. 1 a 2). Spresnili sa tiež pravidlá, podľa ktorých môžu pokračovať v odpočítavaní daňovej straty daňovníci po zmene právnej formy podnikania.

Najdôležitejšou zmenou v daňovom odpisovaní od 1. 1. 2020 je zavedenie novej odpisovej skupiny 0 s dobou odpisovania dva roky. Dôvodom zavedenia uvedenej odpisovej skupiny je snaha podporiť používanie elektromobilov v podnikaní na Slovensku. Pred zavedením tejto odpisovej skupiny sa elektromobily odpisovali v odpisovej skupine 1 po dobu štyroch rokov tak ako aj ostatné osobné automobily. Od roku 2020 sa tak odpisy elektromobilov dostanú do daňových nákladov dvakrát rýchlejšie ako pred tým. Výpočet daňových odpisov v roku 2020 ovplyvní aj zmena zaokrúhľovania odpisov. Ročný odpis ako aj pomerná časť ročného odpisu sa už nezaokrúhľujú na celé eurá nahor ale matematicky.

Podpora výskumu a vývoja na Slovensku sa v kontexte zdaňovania príjmov uplatňuje prostredníctvom vyššieho odpočtu výdavkov na výskum a vývoj. Právnické osoby a živnostníci si od roku 2020 môžu odpočítať zo svojich výdavkov vynaložených na výskum a vývoj až 200 % oproti pôvodným 100 %. V prípade, že daňový subjekt vykázal daňovú stratu a nemôže si uplatniť odpočet na výskum a vývoj, môže si odpočet alebo jeho zvyšok uplatniť v najbližšom zdaňovacom období. Maximálne obdobie, počas ktorého si môže daňovník uplatniť odpočet na výskum a vývoj sa predĺžilo zo štyroch na päť zdaňovacích období bezprostredne nasledujúcich po zdaňovacom období, v ktorom vznikol nárok na odpočet.

Za dôležitú zmenu možno považovať aj zvýšenie hranice pre povinnosť platenia preddavkov na daň z príjmov. Dolná hranica pre platenie preddavkov na daň sa od roku 2020 zvýšila zo sumy 2 500 € na sumu 5 000 €. Z toho vyplýva, že podnikateľské subjekty – právnické osoby, ktorých daň nepresiahne 5 000 €, nebudú mať žiadnu povinnosť platiť preddavky na daň. Po prekročení tejto hranice, avšak do výšky 16 600 € z nich budú povinne štvrťroční platitelia preddavkov na daň a po prekročení hornej hranice 16 600 € už mesační platitelia. V podmienkach platenia preddavkov na daň sa tiež zmenil výpočet dane za predchádzajúce zdaňovacie obdobie, ktorá sa neznižuje o zápočet dane zaplatenej v zahraničí a o daň vybratú zrážkou odpočítavanú ako preddavok na daň. Bude sa počítať so sadzbou dane uvedenou v daňovom priznaní k dani z príjmov právnickej osoby podanom za zdaňovacie obdobie, ktoré bezprostredne predchádzalo zdaňovaciemu obdobiu, na ktoré sú platené preddavky na daň. To isté platí pri výpočte poslednej známej daňovej povinnosti. V zákone o dani z príjmov sa zaviedol aj postup platenia preddavkov v prípade fyzických osôb (samoplatiteľov preddavkov), ktoré vykonávajú závislú činnosť u zamestnávateľa, ktorý nie je platiteľom dane zo závislej činnosti. Uvedený postup je určený pre rezidentov ako aj nerezidentov v SR, pričom rozdiel vzniká aj v závislosti od toho, či tu bude daňovník vykonávať závislú činnosť viac ako 183 dní alebo menej (táto skutočnosť musí vyplývať z pracovnej zmluvy).

Prax ukázala, že niektoré položky uvedené v zákone ako výdavky daňovo uznateľné až po zaplatení sa veľmi ťažko posudzovali. Napríklad výdavky na normy a certifikáty, kde bolo potrebné sledovať nielen zaplatenie ale aj postupné zahrňovanie do základu dane počas 36 mesiacov, sa v praxi ukázalo ako zbytočná komplikácia. Taká istá komplikácia sa týkala limitu 20 % pri sprostredkovaní obchodu. Vzhľadom na uvedené sa zo zákona o dani z príjmov vypustila podmienka zaplatenia pre normy a certifikáty, podmienka zaplatenia pre sprostredkovanie obchodu ostala ale zrušil sa aspoň limit 20 %.

Došlo aj k zmenám, ktoré by mali prispieť k stabilizácii ľudského kapitálu v podnikoch SR, čo vo významnej miere determinuje ich úspešnosť, konkurencieschopnosť a udržateľný rozvoj.

Od roku 2020 sa vo významnej miere rozširuje zamestnanecký benefit na vzdelávanie vlastných zamestnancov zamestnávateľa, ktorý je u zamestnanca oslobodeným príjmom. Môže ísť aj o zvyšovanie kvalifikácie zamestnancov, musia byť však splnené dve podmienky: vzdelávanie zamestnanca musí súvisieť s podnikateľskou činnosťou zamestnávateľa a ak by išlo o vzdelávanie, ktorým si zamestnanec zvýši stupeň vzdelania na vysokoškolské vzdelanie prvého alebo druhého stupňa, musí byť splnená aj podmienka trvania pracovného pomeru, a to k začiatku príslušného akademického roka nepretržite aspoň 24 mesiacov.

Okrem príspevku na rekreáciu, ktorý je zamestnávateľ povinný od 1. 1. 2019 poskytnúť za určitých podmienok zamestnancovi, pričom tento príspevok je pre zamestnanca oslobodený od dane, s účinnosťou od 1. 1. 2020 sa zaviedol ako nepeňažný benefit zamestnávateľa, ktorý môže poskytnúť zamestnancovi, príspevok na športovú činnosť dieťaťa. Uvedený príspevok je tiež u zamestnanca oslobodeným príjmom. Zamestnávateľ tak môže poskytnúť zamestnancovi, ktorého pracovný pomer u zamestnávateľa trvá nepretržite aspoň 24 mesiacov, na žiadosť zamestnanca príspevok na športovú činnosť v sume 55 % oprávnených výdavkov, najviac však v sume 275 €. Oslobodené je aj nepeňažné plnenie poskytnuté zamestnancovi v pracovnom pomere od zamestnávateľa za účelom zabezpečenia ubytovania zamestnanca v úhrnnej sume maximálne 100 € mesačne a u zamestnanca, ktorého pracovný pomer trvá u tohto zamestnávateľa nepretržite aspoň 24 mesiacov, v úhrnnej sume najviac 350 €. Uvedený príspevok už bol v zákone zavedený od roku 2019, zvyšuje sa však na sumu 100 € z pôvodných 60 €. Ide o príspevok pre zamestnancov od zamestnávateľa, ktorého prevažujúca činnosť je výroba vykonávaná vo viaczmenej prevádzke.

Do zákona o dani z príjmov sa tiež implementovali opatrenia Smernice Rady EÚ 2017/952 z 29. mája 2017, ktorou sa mení Smernica ATAD 2, pokiaľ ide o hybridné nesúlady s tretími krajinami. Zaviedli sa tak pravidlá, ktoré by mali neutralizovať hybridné nesúlady, ktoré vznikajú ako dôsledok použitia hybridného finančného nástroja, prípadne nerozpoznanej stálej prevádzkarne, atď. V § 17i sa uvádza, čo sa považuje za hybridný nesúlad a ako sa pri ňom postupuje. Pravidlá sa uplatňujú na hybridné nesúlady, ktoré vznikajú medzi závislými právnickými osobami alebo medzi nezávislými osobami, ktoré sú súčasťou organizovanej schémy. V prípade, že sú naplnené predpoklady pre vznik hybridného nesúladu, daňovník je povinný zvýšiť základ dane v súlade s ustanoveniami zákona v tom zdaňovacom období, kedy došlo k vzniku hybridného nesúladu.

2.2 Vybrané zmeny v oblasti zdaňovania príjmov účinné od 1. 1. 2021

Dôležitou zmenou, ktorá bude účinná až od 1. 1. 2021 je zavedenie pojmu mikrodaňovník. Kritériá na zaradenia podnikateľov (tak fyzických ako aj právnických osôb) ako mikrodaňovníkov vychádzajú zo zákona č. 222/2004 Z. z. o dani z pridanej hodnoty. Do tejto skupiny podnikateľov sa zaradia daňovníci, ktorých príjmy (výnosy) nepresiahnu sumu ako je stanovená suma obratu pre povinnosť registrácie podľa zákona o dani z pridanej hodnoty, a to 49 790 €. So zavedením uvedenej skupiny daňovníkov súvisia aj určité zvýhodnenia na podporu malých a stredných podnikov.

Mikrodaňovníci majú napríklad možnosť optimalizácie prostredníctvom odpisovania majetku, vzhľadom na to, že si môžu výšku odpisov pre majetok zaradený do odpisových skupín 0 až 4 určiť v ľubovoľnej výške. Výnimkou budú osobné automobily so vstupnou cenou 48 000 € a viac. V prípade, ak sa mikrodaňovník rozhodne odpisovať majetok zvýhodneným spôsobom, nebude môcť uplatniť prerušenie odpisovania. Majetok však musí byť zaradený do užívania alebo obchodného majetku počas zdaňovacieho obdobia, kedy bol podnikateľ mikrodaňovníkom, pričom nesmie ísť o nehnuteľnosť alebo luxusné automobily. Ak takto odpisovaný majetok daňovník vyradí pred uplynutím zákonom stanovenej doby odpisovania, bude povinný vykonať úpravu základu dane (§ 17 ods. 31).

Mikrodaňovníkov sa týka aj zvýhodnené umorovanie daňovej straty. Od roku 2021 si budú môcť mikrodaňovníci daňovú stratu umoriť až do výšky celého základu dane, na rozdiel od ostatných spoločností, ktoré majú túto možnosť len do výšky 50 % z ich základu dane.

Za zvýhodnenie pre túto skupinu daňovníkov možno považovať aj skutočnosť, že si budú môcť mikrodaňovníci účtujúci v sústave podvojného účtovníctva tvoriť daňovo uznané opravné položky k pohľadávkam v súlade s účtovníctvom.

Zjednodušilo sa tiež ustanovenie o nepeňažnom plnení zamestnanca pri poskytnutí dopravy zo strany zamestnávateľa na miesto výkonu práce a späť, kedy bolo potrebné sledovať aj úhradu od zamestnancov ako aj viaczmennosť prevádzky. Novým ustanovením účinným od roku 2021 sa zaviedla paušálna suma príspevku najviac vo výške 60 € mesačne na zamestnanca (jedno miesto v motorovom vozidle). V prípade, že sa táto suma prekročí, zdaní sa len rozdiel nad 60 €.

3 Výskumný dizajn

Cieľom príspevku je poukázať na významné zmeny z oblasti zdaňovania príjmov v SR, ktoré sú účinné od 1. 1. 2020, zhodnotiť ich z rôznych hľadísk, najmä však s dôrazom na dopad vybraných zmien na daňovú záťaž podnikateľských subjektov a uviesť aj zmeny účinné od 1. 1. 2021.

V príspevku sa využíva metóda komparácie, analýzy a syntézy.

4 Výsledky výskumu

Dopad zavedenia zníženej sadzby dane na výšku daňovej povinnosti podnikateľského subjektu vyčíslime na modelovom príklade.

Predpokladajme, že fyzická osoba vykáže za zdaňovacie obdobie 2020 čiastkový základ dane zo závislej činnosti vo výške 3 700 € (aktívne príjmy), čiastkový základ dane z príjmov z podnikania vo výške 44 600 € (aktívne príjmy) a čiastkový základ dane z ostatných príjmov 24 000 € (pasívne príjmy). Budeme predpokladať tri alternatívy.

Alternatíva č. 1:

Fyzická osoba za zdaňovacie obdobie dosiahla príjmy z podnikania neprevyšujúce 100 000 €.

Fyzická osoba vyčíslí základ dane v súlade s § 4 ods. 1 a):

$$ZD\ 1 = (\check{C}ZD\ z\ \S\ 5 - N\check{C}ZDD\ alebo\ jej\ \check{c}as\check{t}') + \check{C}ZD\ z\ \S\ 8$$

kde: ZD je základ dane,

NČZDD je nezdaniteľná časť základu dane na daňovníka,

ČZD z § 5 je čiastkový základ dane z príjmov zo závislej činnosti,

ČZD z § 8 je čiastkový základ dane z ostatných príjmov.

NČZDD vypočítame nasledovne:

$$ZD\ z\ aktívnych\ príjmov = 3\ 700 + 44\ 600 = 48\ 300\ € > 92,8 \times \check{Z}M\ (t.\ j.\ 19\ 506,56\ €)$$

kde ŽM je platné životné minimum k 1. 1. 2020, t. j. 210,20 €.

$$N\check{C}ZDD = 44,2 \times \check{Z}M - \frac{1}{4} ZD = 9\ 290,84 - 12\ 075 = - 2\ 784,16 = 0$$

Vzhľadom na výšku ZD z aktívnych príjmov si fyzická osoba nemôže uplatniť NČZDD.

$$ZD\ 1 = 3\ 700 + 24\ 000 = 27\ 700\ € < 176,8 \times \check{Z}M\ (t.\ j.\ 37\ 163,36\ €)$$

$$Daň = 27\ 700 \times 0,19 = 5\ 263\ €$$

Taktiež vyčíslí základ dane v súlade s § 4 ods. 1 b):

$$ZD\ 2 = \check{C}ZD\ z\ \S\ 6\ ods.\ 1$$

kde ČZD z § 6 ods. 1 je čiastkový základ dane z príjmov z podnikania.

$$ZD\ 2 = 44\ 600\ €$$

$$Daň = 44\ 600 \times 0,15 = 6\ 690\ €$$

$$Daň\ celková = 5\ 263 + 6\ 690 = 11\ 953\ €$$

Alternatíva č. 2:

Fyzická osoba za zdaňovacie obdobie dosiahla príjmy z podnikania prevyšujúce 100 000 €.

Fyzická osoba vyčíslí základ dane v súlade s § 4 ods. 1 a) rovnako ako v alternatíve č. 1 a aj daň bude rovnaká, teda 5 263 €. Taktiež základ dane v súlade s § 4 ods. 1 b) bude rovnaký, rozdielna však bude výška dane.

$$ZD\ 2 = \check{C}ZD\ z\ \S\ 6\ ods.\ 1$$

$$ZD\ 2 = 44\ 600\ €$$

$$Daň = 37\ 163,36 \times 0,19 + (44\ 600 - 37\ 163,36) \times 0,25 = 8\ 920,1984 = 8\ 920,20\ €$$

$$Daň\ celková = 5\ 263 + 8\ 920,20 = 14\ 183,20\ €$$

Alternatíva č. 3:

Fyzická osoba sa zdaní tak, akoby sa nezmenili ustanovenia v zákone č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov, t. j. § 4 ods. 1 a § 15 písm. a) zákona.

Fyzická osoba vyčíslí základ dane:

$$ZD = (\check{C}ZD \text{ z } \S 5 + \check{C}ZD \text{ z } \S 6 \text{ ods. 1}) - N\check{C}ZDD + \check{C}ZD \text{ z } \S 8$$

NČZDD:

$$ZD \text{ z aktívnych príjmov} = 3\,700 + 44\,600 = 48\,300 \text{ €} > 92,8 \times \check{Z}M (19\,506,56 \text{ €})$$

$$N\check{C}ZDD = 44,2 \times \check{Z}M - \frac{1}{4} ZD = 9\,290,84 - 12\,075 = -2\,784,16 = 0$$

$$ZD = (3\,700 + 44\,600) - 0 + 24\,000 = 72\,300 \text{ €}$$

$$\text{Daň} = 37\,163,36 \times 0,19 + (72\,300 - 37\,163,36) \times 0,25 = 15\,845,198 = 15\,845,20 \text{ €}$$

Tabuľka 1

Daň podnikateľského subjektu - fyzickej osoby v jednotlivých alternatívach v €

Alternatíva č. 1	Alternatíva č. 2	Alternatíva č. 3
11 953	14 183,20	15 845,20

Zdroj: vlastné spracovanie

5 Diskusia

Ako uvádza Schultzová (2018): „Daňová politika je spojená s využívaním a uplatňovaním daní a ich nástrojov, ktoré slúžia na ovplyvňovanie makroekonomických i mikroekonomických procesov v ekonomike“. Prostredníctvom daňovej politiky sa každá krajina usiluje o vytvorenie vnútorného trhu, ktorý svojím správnym fungovaním zabezpečí danej krajine naplnenie hlavných cieľov a to najmä dostatočný prílev príjmov do verejného rozpočtu a optimalizovanie daňových a odvodových povinností. Daňová politika sa vo všeobecnosti odvíja od uplatňovania hospodárskej politiky. Napríklad v prípade reštriktívnej hospodárskej politiky dochádza k nárastu daňového zaťaženia a v prípade expanzívnej hospodárskej politiky k znižovaniu daňového zaťaženia. (Burák, 2013).

V rámci daňovej reformy v roku 2004 sa najmä zdaňovanie príjmov veľmi zjednotilo v záujme zapracovať do zákona o dani z príjmov základné daňové princípy. Daňovými princípmi sa finančná veda zaoberá od svojho vzniku, o ucelenejšie teoretické rozpracovanie tejto problematiky sa však zaslúžil až predstaviteľ ekonomického liberalizmu Adam Smith (1958, s. 45), ktorý sformuloval štyri princípy zdanenia (tzv. daňové kánony): princíp spravodlivosti, princíp určitosti, princíp pohodlnosti a princíp efektívnosti. Problematikou tvorby optimálneho daňového systému sa zaoberá aj J. E. Stiglitz (2015, s. 511), ktorý vychádza z prístupu preferujúceho nasledovné požiadavky na daňový systém: požiadavka *ekonomickej efektívnosti* (*economic efficiency*), požiadavka *administratívnej jednoduchosti* (*administrative simplicity*), požiadavka *pružnosti* (*flexibility*), požiadavka *politologickej priehľadnosti* (*political responsibility*), požiadavka *spravodlivosti* (*fairness*). Podobne pristupuje k tejto problematike aj Kubátová (1994, s. 68). Požiadavky na „dobrý“ daňový systém sformulovali tiež Musgraveovi (Musgrave, R. A., Musgrave, P. B., 1994, s. 200), ktorý by mal byť podľa nich zostavený tak, aby uspokojil požiadavky na spravodlivé rozloženie daňového bremena, na efektívnosť využitia zdrojov, na ciele makroekonomickej politiky a nenáročnú administratívu.

Vzhľadom na uvedené daňové princípy a požiadavky na daňový systém, možno konštatovať, že mnohé ustanovenia v zákone o dani z príjmov, ktoré sú účinné od 1. 1. 2020 znižujú administratívne zaťaženie daňovníkov. Ide o zjednodušenie podmienok na zahrňovanie do základu dane pri výdavkoch, ktoré sú súčasťou základu dane až po zaplatení ako aj zníženie

administratívnej náročnosti pri zdaňovaní príjmov zo závislej činnosti (napr. rozšírenie slobodenia od dane pre vymedzené druhy nepeňažných príjmov, atď.).

Nezdaniteľné časti základu dane zohrávajú v kontexte zdaňovania príjmov v SR významnú úlohu. S vývojom menili svoju podobu, pričom možno konštatovať, že postupne sa zo stagnujúcich položiek (nezdaniteľnej časti základu dane na daňovníka a na manželku /manžela daňovníka) stali položky flexibilne reagujúce na meniace sa podmienky životnej úrovne. V snahe zdôrazniť sociálny aspekt uvedených nezdaniteľných častí a zapracovať princíp spravodlivosti sa však ich spôsob výpočtu skomplikoval a tým sa znížila efektívnosť zdanenia.

V rámci zmien v zákone o dani z príjmov ide najmä o snahu podporiť malé a stredné podniky zavedením zníženej 15 % sadzby dane a pojmu mikrodaňovník s ďalšími zvýhodneniami účinnými až od roku 2021. Podporu možno hodnotiť pozitívne, na druhej strane však rôzne systémy zdanenia rôznych skupín daňových subjektov postupne zdaňovanie príjmov komplikujú a do určitej miery aj narušajú podnikateľské prostredie. V uvedenom modelovom príklade si možno všimnúť, že síce celková daň je v alternatíve č. 1, kde daňovník vzhľadom na dosiahnuté príjmy môže využiť 15 %-nú sadzbu dane, najnižšia, ale výpočet základu dane z príjmov z podnikania sa musí vyčleniť a zdaňovať samostatne. Úspora na dani v alternatíve č. 1 oproti alternatíve č. 3, t. j. za predpokladu, že by bol daňovník zdanený podľa znenia zákona v minulom zdaňovacom období, je však významná ($15\,845,20 - 11\,953 = 3\,892,20$ €, čo predstavuje 24,56 %). Priaznivý dopad na podnikateľské subjekty budú mať daňové stimuly, ktoré sú po novelizácii koncipované ústretovejšie voči podnikateľom. Ide najmä o inštitút umorovania daňovej straty, podmienky odpisovania majetku alebo podmienky odpočtu výdavkov na výskum a vývoj.

Došlo aj k zmenám, ktoré by mali prispieť k stabilizácii ľudského kapitálu v podnikoch SR, čo vo významnej miere determinuje ich úspešnosť, konkurencieschopnosť a udržateľný rozvoj. Pozitívne možno hodnotiť rozšírenie zamestnaneckého benefitu na vzdelávanie vlastných zamestnancov zamestnávateľa, ktorý je u zamestnanca oslobodeným príjmom. Zamestnávateľia sú povinní dbať na to, aby zamestnanci vykonávali prácu, ktorá zodpovedá ich kvalifikácii. Vzhľadom na to, že môže ísť aj o zvyšovanie kvalifikácie zamestnancov, podporí sa tým podniková sociálna politika.

6 Záver

Väčšina zmien účinných od roku 2020 pozitívne ovplyvní daňovú záťažnosť podnikateľských subjektov, a to najmä malé a stredné podniky. Ustanovenia v zákone o dani z príjmov účinné od 1. 1. 2021 tento trend ešte zvýraznia. Nezdaniteľné časti základu dane zohrávajú v kontexte zdaňovania príjmov v SR významnú úlohu. V snahe zdôrazniť sociálny aspekt uvedených nezdaniteľných častí a zapracovať princíp spravodlivosti sa však ich spôsob výpočtu skomplikoval a tým sa znížila efektívnosť zdanenia. Pozitívne možno hodnotiť zmeny, ktoré prispievajú k stabilizácii ľudského kapitálu v podnikoch SR, čo vo významnej miere determinuje ich úspešnosť, konkurencieschopnosť a udržateľný rozvoj.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0569/18: „Stabilizácia ľudského kapitálu v podnikoch SR ako imanentný determinant ich úspešnosti, konkurencieschopnosti a udržateľného rozvoja.” v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Burák, E. (2013). *Daňová politika a daňová ilúzia*. https://www.danovecentrum.sk/aktuality/danova-politika-a-danova-iluzia_.htm. [accessed 27.10.2019].

Kmeť, J. (2014). Current trends in the business environment in the Slovak Republic. In *Current Problems of the Corporate Sector*. CD-ROM. Bratislava: EKONÓM, pp. 203–207. ISBN 978-80-225-3867-1.

Kubátová, K. a kol. (1994). *Moderní průvodce daňovým systémem*. Praha: Grada, 1994. ISBN 80-7169-020-1.

Mesík, P. (2013). Analýza podnikateľského prostredia z aspektu podnikania. In *Current Problems of the Corporate Sector*. CD-ROM. Bratislava: EKONÓM, pp. 372–377. ISBN 978-80-225-3636-3.

Musgrave, R. A., Musgrave, P. B. (1994). *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Management Press, 1994. ISBN 80-85603-76-4.

Schultzová, A. a kol. (2018). *Daňovníctvo: daňová teória a politika I*. Tretie, doplnené a prepracované vydanie. Praha: Wolters Kluwer ČR, a. s. 2018. ISBN 978-80-7598-107-3.

Stiglitz, J. E. (2015). *Economics of the Public Sector*. New York – London: W. W. Norton & Company Ltd., 2015. ISBN 978-0-393-92522-7.

Šúbertová, E. (2015). Characteristics and types of financial resources to support the development of small and medium – sized enterprises in Slovakia, In *Financial management of Firms and Financial Institutions, Proceedings (Part IV.)*. Ostrava: VŠB-TUO, pp. 1 300-1 309. ISBN 978-80-248-3865-6.

Šúbertová, E. (2014). *Podnikateľské prostredie v Európskej únii*. Bratislava: KARTPRINT, 2014. ISBN 978-80-89553-24-2.

Smith, A. (1958). *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*, zv. 2. Praha: SNTL, 1958.

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

Contact

Ivona Ďurinová

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: ivona.durinova@euba.sk

Die Preisentwicklung bei Bestandsimmobilien und mögliche Einflüsse auf die finanzielle Nachhaltigkeit von KMUs

The Price Development of Real Estates and the Possible Influences on the Financial Sustainability of SME's

Hartmut Goldau – Peter Markovič – Martin Novysedlák

Abstract

The article deals comprehensively with the year 2008 and in particular with the turbulent 11 years thereafter until 2019. It is intended to answer the following key question within the framework of a scientific investigation: How have property prices of existing properties developed since the global financial crisis and how can such an expansive price development be explained? The main focus is on the purchase prices of already existing real estate, here called portfolio real estate, and in particular on the development of the rental prices of real estate in the cities and also in the countryside on the basis of rent indexes of the cities and municipalities. Furthermore, the quasi „miraculous property price increase” of already existing real estate. Here, of course, with the core question of why existing properties, without extensive renovation measures, suddenly felt overnight so strongly in price increased. Here, too, the important point is the basis on which rents, although not quite as explosive as property purchase prices, have risen significantly and expansively in the eleven years since. The investigation is conducted within the framework of hard facts and also soft facts. The hard facts in particular are very much about the emotional and psychological behaviour of each individual. Just this point is beside all hard facts with one of the most important points, why real estate purchase prices can develop so upward. All this leads to an important question: How will existing properties, with and without refurbishment, and also the respective rents, develop in the future within the framework of the overall economic view of Germany and, of course, the question remains to be answered in the end: Where will the real estate journey go in the future?

JEL classification: D 46, E 31, E 44.

Keywords: Real estate crisis, existing property prices, capital market. real estate financing.

1 Einführung

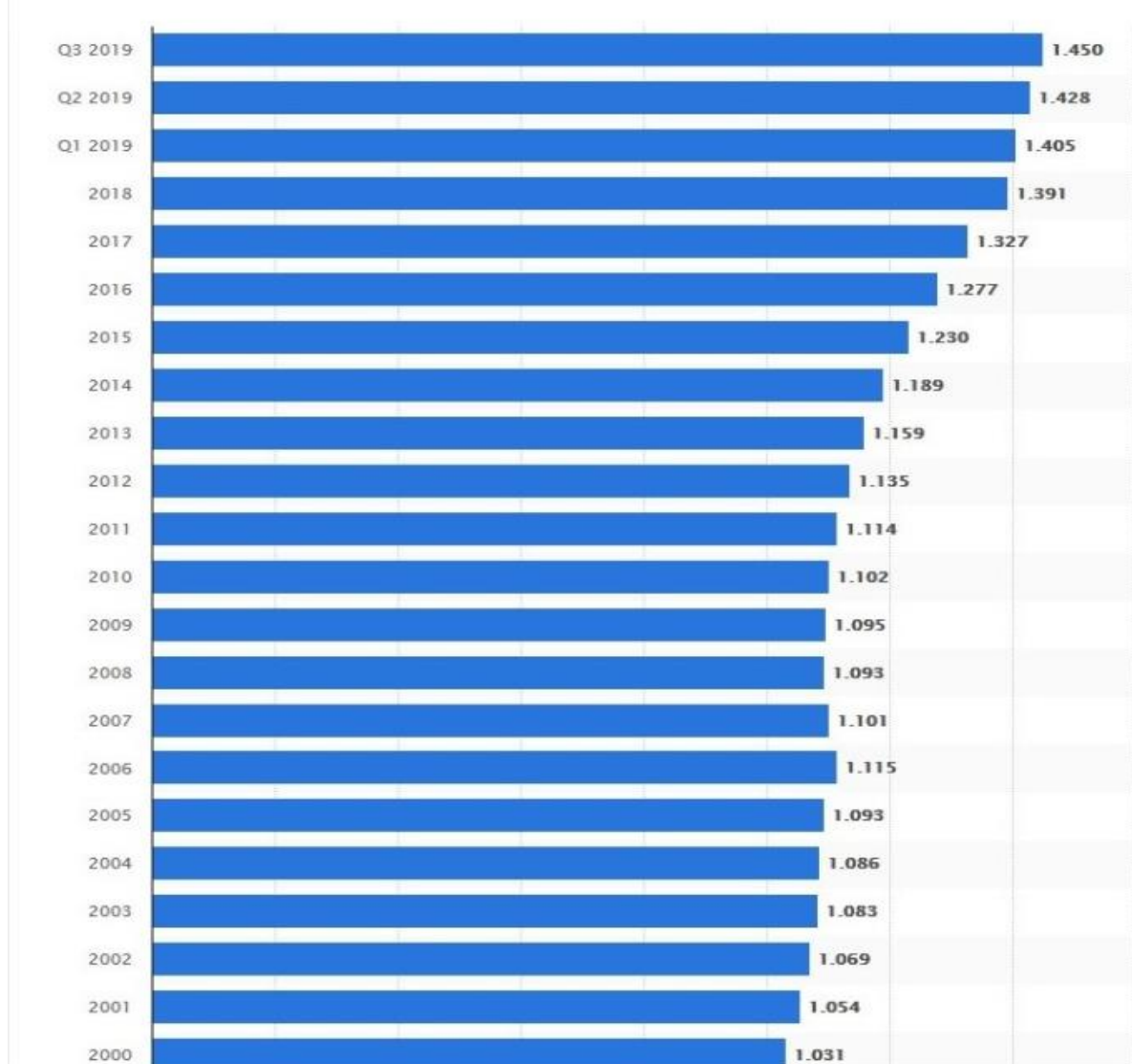
Zum Zeitpunkt des Jahres 2008 war der Markt der Bestandsimmobilien in Deutschland in einem relativ ausgewogenen Kräfteverhältnis ausbalanciert. Die Kaufpreise von Bestandsimmobilien waren seit längerer Zeit in einer starken Seitwärtsbewegung mit leichten Schwankungen nach oben und in einzelnen Detailmärkten partiell auch nach unten. Besonders diese Stabilität zeichnet speziell den deutschen Immobilienmarkt seit mittlerweile vielen Jahren aus. Dieser Sachverhalt wird von den regionalen und überregionalen Kreditinstituten äußerst positiv bewertet. Entsprechende Kreditfazilitäten wurden und werden deswegen sehr gerne an real solvente Kreditnehmer verauslagt. Ein wirklich wichtiges Geschäftsmodell für die Banken und Kreditinstitute. Grundlage für dieses Finanzierungsgeschäft waren die langen Historien der Finanzierungswirtschaft auf Seiten der Banken und Kreditinstitute. Der „track record” der Finanzinstitute mit dem Ertragsmotor „Immobilienwirtschaft“ war und ist damit eine der wichtigsten Ertragssäulen bei den Banken.

Das Geschäftsmodell „Immobilie“ mit all seinen Facetten wird von den Kreditinstituten sehr gut verstanden und zum großen Teil sogar in den Banken in eigenen Abteilungen, die auch

auf das Immobilienvermittlungsgeschäft spezialisiert sind, umgesetzt. Die Besonderheit hierbei ist, dass diese gefühlte Doppelspitze, auf der einen Seite einen klaren Informationsvorsprung beim Verkauf von Immobilien in den eigenen Immobilienvermittlungsabteilungen der Kreditinstitute zu haben und zum anderen über ein zum Teil über viele Jahrzehnte großen Beleihungswert Erfahrungsschatz, den Banken aufgrund des langen Erfahrungshorizontes im heimischen deutschen Markt einen klaren Wissensvorsprung verschafft hat. Man konnte so über einen langen Zeitraum dynamisch ansteigende Wohnungsbaukredite an Privatpersonen verauslagen mit im Verhältnis geringen bzw. überschaubaren Kreditausfällen im Rahmen von zum Beispiel Zwangsversteigerungen etc. Dies ist in der folgenden Grafik über einen Zeitraum von nahezu 20 Jahren gut erkennbar

Abbildung 1

Wohnungsbaukredite der Banken an Privatpersonen von 2000 – 3Q-2019 in Milliarden EUR



Quelle: Statista, 2020

Dies bedeutet, dass alleine vom Jahr 2000 bis Ende 2019, also in knapp 20 Jahren, das Aufkommen bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an Privatpersonen über 40 % angestiegen ist. Eine der wichtigsten Motivatoren dieser deutlichen Steigerungsrate bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten sind die im Gegenzug deutlich abgenommenen

Kreditzinsen. Dieses Wechselspiel mit deutlich reduzierten Kreditzinsen und damit deutlich erhöhter Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten brachte auch Stabilität auf Seiten der Immobilien-Kaufpreise und damit im Speziellen auch eine erhöhte Attraktivität für den Immobilienkäufer. Und plötzlich, quasi über Nacht, fingen mit dieser speziellen Wechselbeziehung zwischen den Banken, die die Immobilien gerne finanzieren, und den Immobilienkäufern, die händeringend Investitionsoptionen suchen, die Immobilienpreise der Bestandsimmobilien an deutlich zu steigen und alle fragten sich: Wie können sich die Immobilien in so kurzer Zeit so nachhaltig verteuern? Was war geschehen?

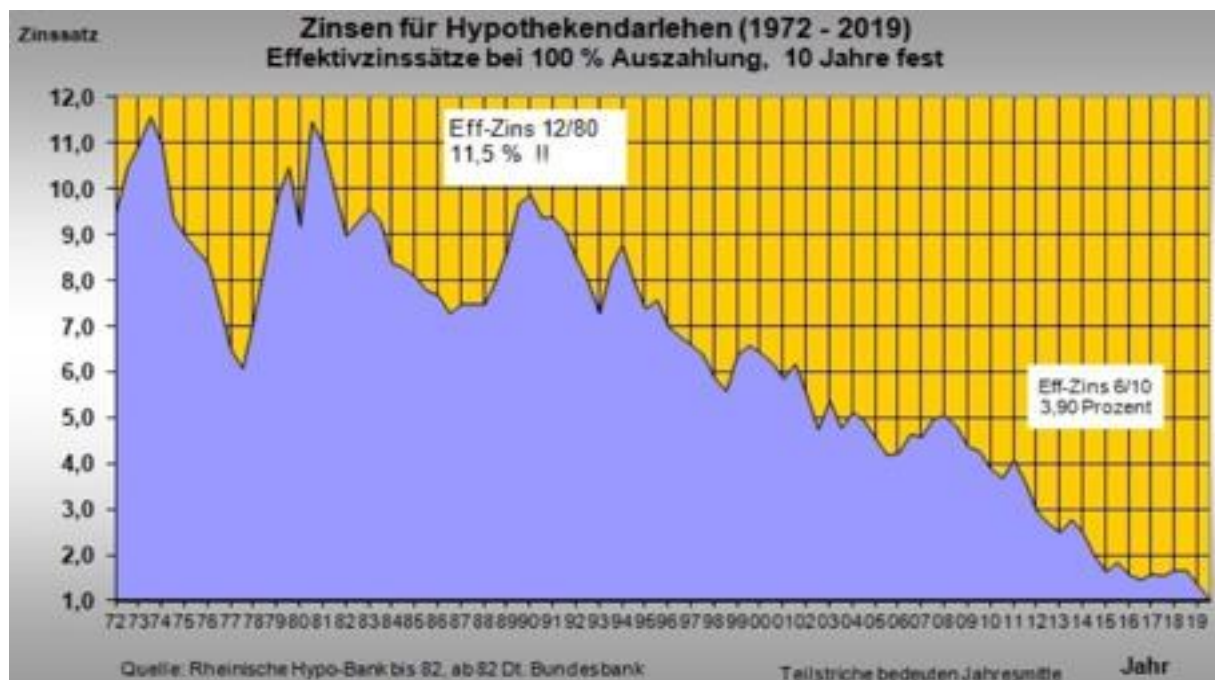
2 Stand der Problematik in der Literatur und Praxis

2.1 Darstellung des allgemeinen Standes

Der wichtigste Punkt vorweg – seit nahezu 50 Jahren waren Hypothekendarlehen nie so günstig wie in der heutigen Zeit. In der Abbildung 2 sehen Sie die Entwicklung der Hypothekenzinsen seit 1972 bis in das Jahr 2019 hinein.

Abbildung 2

Entwicklung der Hypothekendarlehen von 1972-2019



Quelle: Deutsche Bundesbank, 2019

Indikativ sind in der Abbildung zwei beispielhafte Effektivzinsangaben vermerkt. Einmal aus dem Jahr Dezember 1980 und dann noch aus dem Jahr Juni 2010. Der zuletzt genannte Zeitpunkt befindet sich ungefähr 2 Jahre nach Ende der Finanzmarktkrise von 2008. Noch zu diesem Zeitpunkt lag der Effektivzins als bei 3,9 % p.a. In den Jahren von 2010-2020 stürzten die Kreditzinsen dann weiter in den Keller mit zuletzt, Ende April 2020, einem Zinssatz von unter 0,6 % p.a. bei einer 10-jährigen Laufzeit. Zur Verdeutlichung der Baufinanzierungszinsen werden in der folgenden Abbildung vier häufig gewählte Zinsfestschreibungszeiträume von 5, 10, 15 und 20 Jahren abgebildet. Diese Zeiträume beziehen sich auf die erste Sollzinsfestschreibungszeit. Dies bedeutet, dass für den vertraglich fixierten Zeitraum ein fester Zinssatz mit den Banken vereinbart wurde. Nach Ablauf der Sollzinsfestschreibungszeit wird

der jeweilige Zinssatz an den dann gültigen Zinssatz angepasst, wenn z. B. eine Prolongation notwendig ist.

Abbildung 3

Entwicklung der Hypothekendarlehenszinsen von 2010-2019



Quelle: Statista, 2020

Durch die Finanzmarktpolitik der europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt wurde zeitweise sogar ein Negativzins bei den Hypothekenzinsen erwartet. Bis ins erste Quartal 2020 hinein hat dies allerdings von Seiten der EZB nicht stattgefunden. Aufgrund all dieser Sachverhalte investierten und investieren viele Menschen ihr Privatvermögen und Bargeld in der gesamtwirtschaftlichen Lage in Immobilien. Gefühlt fast jeder Bundesbürger, der über eine gewisse Bonität verfügt und mit etwas Vorausschau seine Finanzmittel investiert, war plötzlich ein potentieller Immobilienkäufer. Dies pushte den Markt in Bezug auf erhöhte Kaufpreise, deutlicher Angebotsverknappung im Immobilienmarkt und weiterhin stetig steigender Nachfrage überproportional!

In der Zeit vor 2009 waren die Wertschwankungen bei Bestandsimmobilien im Verhältnis zu der Zeit nach 2009 nur moderat mutabel mit tendenziell anwachsenden Kaufpreisen. In der Zeit von 2003-2009 gab es lediglich moderate Kaufpreissteigerungen von knapp über 7 %. In der Zeit ab 2009-2019, als in einem Zeitfenster von 10 Jahren, sind wiederum die Immobilienkaufpreise über 51 % nach oben geklettert. Also eine deutliche Steigerung im Immobilienmarkt. In der Zeit ab Ende 2008 entwickelte sich der Immobilienmarkt nicht mehr ausschließlich organisch in der marktwirtschaftlichen Beziehung Angebot und Nachfrage. Speziell in der Zeit ab 2009 bis ins Jahr 2010 hinein wurden aufgrund der Weltfinanzkrise, die glücklicherweise in Deutschland nicht in voller Härte angekommen war, die Leute in eine große Verunsicherung getrieben. In dieser Zeit bestand eine erhöhte Unsicherheit bezüglich der Währung des Euros. Hier erwartete man, dass sich der Eurokurs durch die Weltfinanzkrise deutlich rückläufig entwickeln könnte. Getrieben von dieser Währungsangst, dann natürlich einhergehend mit einem möglichen Kaufkraftverlust, motivierte die Menschen verstärkt in Sachwerte zu investieren. Neben Sachwertanlagen wie zum Beispiel Edelmetalle und auch Aktien, war die Immobilie ein relativ sicherer „Sachwerthafen“. Glücklicherweise kam es zu keinen nennenswerten Währungsturbulenzen. Der zuvor genannte Sachverhalt wurde noch

zusätzlich angeheizt, indem die Europäische Zentralbank (EZB) mit Sitz in Frankfurt am Main den Einlagezins für Kreditinstitute Jahr für Jahr und Schritt für Schritt reduzierte und damit, wie in der Abbildung 3 beschrieben, die Kreditzinsen ebenfalls in einem starken Abwärtstrend, was das Zinsniveau bei Immobilienfinanzierungen betraf, gekommen sind.

Auch in der Zeit nach 2010 bis in die heutige Zeit hinein hat sich dieser Trend teilweise sehr deutlich fortgesetzt. Speziell die Nachfrage am Immobilienmarkt ist Jahr für Jahr deutlich expansiv in die Höhe geklettert und hat damit auch die Immobilienkaufpreise deutlich nach oben „gepeitscht“.

Abbildung 4

Entwicklung der Immobilienpreise in Deutschland bis 3. Q. 2019



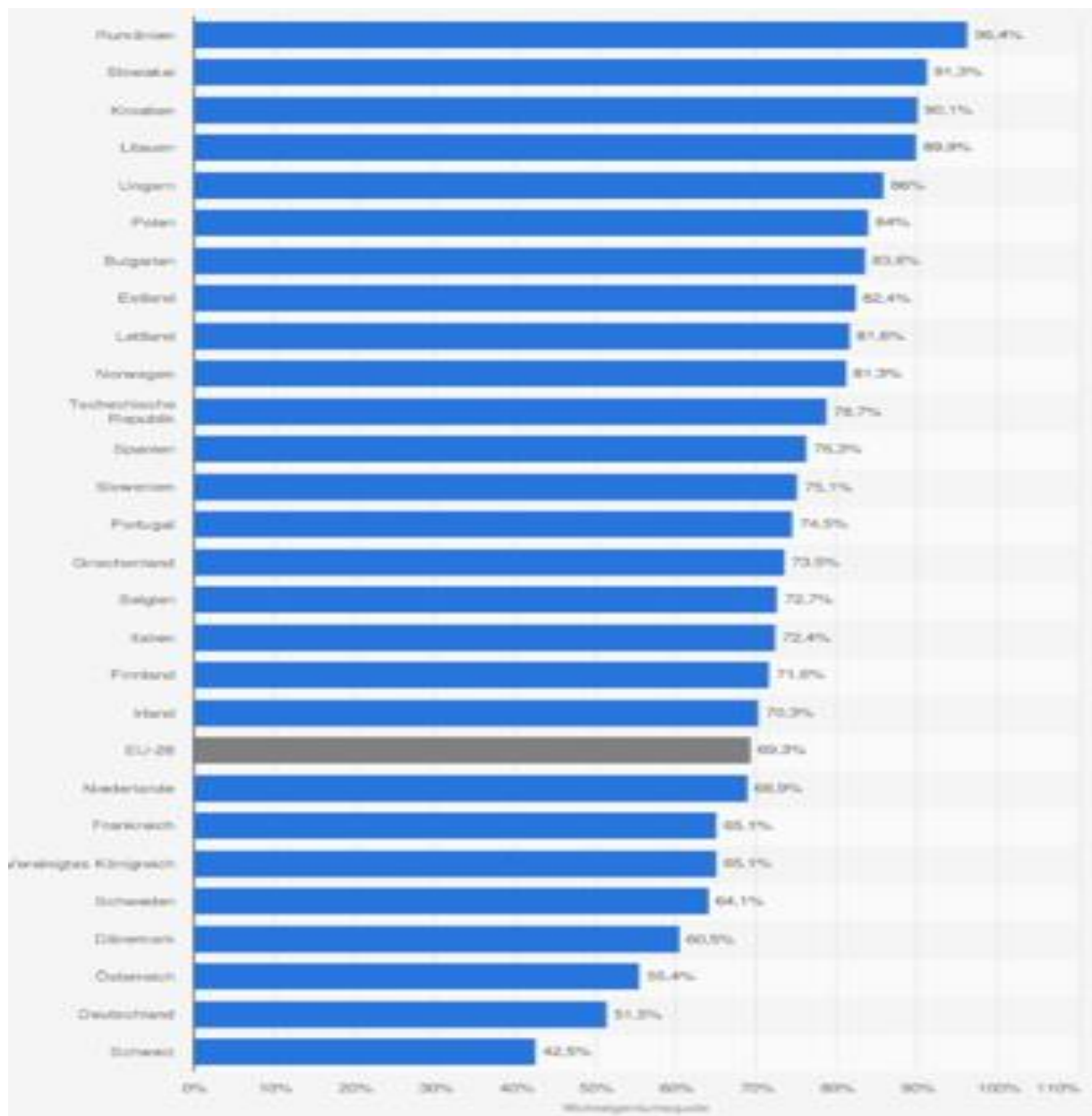
Quelle: empirica, Statista, 2020

In der Abbildung sind unterschiedliche Regionen benannt, jeweils im Verhältnis zur gesamtdeutschen Betrachtungsweise. Die Aufteilung erfolgt in sogenannte Wachstumsregionen wie z.B. mit den Städten Hamburg, Stuttgart, Berlin und München und in Schrumpfungsregionen bzw. Stagnationsregionen wie z.B. in den neuen Bundesländern und auch in den ländlicheren Regionen. Es muss sich die ernste Frage gestellt werden, inwieweit derartige Preissteigerungen durch die bereits genannten Indikatoren erhöhte Nachfrage und reduzierte Zinsen eigentlich gerechtfertigt sind? Vorab allerdings die Frage, wie eigentlich Kaufpreise von Bestandsimmobilien, ohne nennenswerte Sanierung, steigen können?

Zum einen gilt hier die betriebswirtschaftliche Betrachtung: Angebot und Nachfrage. Dies bedeutet im Klartext, wenn ein nur begrenztes Angebot auf eine deutlich steigende Anzahl von Nachfragern stößt, entsteht automatisch eine Verknappung des begrenzten Angebotes, einhergehend mit der möglicherweise dann notwendigen Bereitschaft der Nachfrager, höhere Kaufpreise dafür zu akzeptieren. Am Ende führt dies dann als einer der Faktoren zu entsprechenden Preissteigerungen bei Bestandsimmobilien. Dieser Sachverhalt, speziell in den Jahren seit 2009 bis in die heutige Zeit hinein, ist mit einer der wesentlichen Gründe, warum vorhandene Bestandsimmobilien ohne nennenswerte Sanierungen einen derartig drastischen Steigerungsverlauf erfahren haben.

Abbildung 5

Wohnungseigentumsquoten in einigen europäischen Ländern im Jahr 2018



Quelle: Eurostat, Statista, 2020

Die anderen Gründe dafür sind darüber hinaus vielschichtig. Auf der einen Seite nun die bereits skizzierten Faktoren im Rahmen von erhöhter Nachfrage und reduziertem Angebot. Auf der anderen Seite aber auch die deutlich erhöhte Nachfrage nach Eigentum frei dem Motto „endlich raus aus der Miete“. Gerade junge Leute sind durch das niedrige Zinsniveau bei der Finanzierung auf Seiten der Kreditinstitute sehr motiviert, aus Mietobjekten auszuziehen und in die erste eigene Immobilie einzusteigen. Auch der Zuzug der Neubürger aus dem europäischen und nicht europäischen Umland nach Deutschland hat dazu geführt, dass deutlich erhöhter Bedarf nach Eigentum besteht. Allerdings besteht noch Potential nach oben, wie man aus der Grafik der Eigentumsquoten gut erkennen kann.

Speziell im europäischen Ausland sind die Eigentumsquoten fast überall deutlich höher als in Deutschland. Deutschland liegt mit lediglich 51,5 % auf dem vorletzten Platz vor der Schweiz mit 42,5 %. Der EU-Durchschnitt mit 28 europäischen Ländern liegt mit einer

Eigentumsquote von 69,3 % deutlich über der Quote von Deutschland. Dementsprechend ist z. B. eine zugezogene Familie aus dem europäischen und nichteuropäischen Ausland sehr motiviert, Eigentum zu erwerben. Auch dies hat die Nachfrage mit deutlich angekurbelt.

Auch der Sachverhalt, dass mögliche Immobilienverkäufe von Objekteigentümern erst mal zurückgestellt werden, da man bei einem Verkauf zwar einen höheren Kaufpreis generiert, dieser Kaufpreis sich dann allerdings wieder relativiert durch den Sachverhalt, dass man bei einer Neuinvestition ebenfalls erhöhte Kaufpreise zahlen muss, hat die Marktsituation in Bezug auf das Angebot weiter verknappt. Deswegen sind viele Objekteigentümer nicht motiviert zum gegenwärtigen Zeitpunkt ihrer Immobilien zu veräußern. Wenn also kein wirklicher Verkaufsgrund vorliegt, ist man eher gewillt, diese Immobilie im Bestand zu behalten und abzuwarten.

Diese Verhaltensmuster führen ebenfalls zu einer Verknappung von Bestandsimmobilien am Markt. Gerade in der Zeit von 2009 bis in die heutige Zeit hinein ist dies im Immobilienmarkt der Bestandsimmobilien deutlich zu spüren. Teilweise sind die Situationen derart drastisch, dass Immobilienkäufer mancherorts Monate bzw. teilweise jahrelang suchen, um geeignete Immobilienkaufobjekte für sich zu finden. Der Leidensdruck, der in dieser Zeit entstanden ist, führt ebenfalls dazu, dass man auch bereit ist, höhere Kaufpreise zu bezahlen. Am gefühlten Ende einer Immobiliensuche möchte man dann einen Kaufwunsch nur noch abschließen, sinngemäß quasi „um jeden Preis“.

Hierbei ist festzustellen, dass selbst in der Vergangenheit schwer verkaufbare Immobilien in der heutigen Zeit verkauft werden können. Auch dies zeigt, wie dramatisch mittlerweile die Situation am Immobilienmarkt geworden ist.

Eines der wesentlichen Kernfragen wird in der Zukunft sein, wie diese gestiegene Nachfrage nach Bestandsimmobilien am Markt gedeckt werden kann. D.h., wie werden mögliche verkaufswilligen Eigentümer, die sich aktuell noch in Zurückhaltung üben, motiviert werden, ihre Immobilien dennoch am Markt zu platzieren, um auf der einen Seite den erhöhten Verkaufserlös einzustreichen, Stichwort Gewinnmitnahmen, und auf der anderen Seite die Möglichkeit besteht, wieder ein eine realistischere Angebot und Nachfrage Situation zu kommen.

Hier muss man sich die Frage stellen, ob eventuell sogar regulatorische Eingriffe auf staatlicher Seite nötig sein könnten, um den Markt wieder in ein gerechteres Gleichgewicht zu bringen. Erste Ansätze zum Beispiel im Rahmen der neuen Grundsteuerreform oder auch in jüngster Zeit die neue Bodenwertzuwachssteuer, mit der Gewinne aus Immobilienverkäufen auf Seiten der Regierung abgeschöpft werden sollen, sind bereits in der staatlichen Umsetzung bzw. Überlegung. Hier ist davon auszugehen, dass weitere, u.U. auch Zwangsmaßnahmen, von Seiten der Bundesregierung eingesetzt werden könnten.

Dies gab es in deutlich früheren Jahren leider schon einmal. Deswegen zur Veranschaulichung einmal 3 Beispiele. Hier müssen wir bis ins Jahr 1923 zurückgehen. Damals gab es trotz der Hyperinflation in Deutschland, in dem der messbare Wert des Lohns eines Arbeiters innerhalb von wenigen Stunden halbiert wurde, eine sogenannte Hauszinssteuer, die den Immobilienbesitzern als Zwangsabgabe auferlegt wurde. Später dann, am 14.08.1952, entschloss sich der Staat erneut zu staatlichen Eingriffen. In dieser Zeit gab es dann eine weitere Zwangsabgabe mit dem Namen Lastenausgleich. Dieses clevere Instrument von Seiten des Staates wurde eingeführt, um Hausbesitzer gleichzustellen mit Personen, die ihr Vermögen in

Geldvermögen, Anleihen und Aktien investiert hatten. Diese Vermögen waren nämlich nach der Währungsreform quasi über Nacht wertlos geworden. Das dritte Beispiel stammt aus der heutigen Zeit und zwar vom 30.1.2020. Hier wurde in der Hauptstadt Berlins der sogenannte „Mietendeckel“ eingeführt. Hier handelt es sich um ein Gesetz zur Neuregelung der Mietenoberbegrenze. Grund hierfür ist die Übertreibung der Mieten, im Speziellen auch in sozial schwächeren Gegenden, durch Immobilienspekulanten... soweit der Vorwurf. Der Mietendeckel impliziert, dass man für die Dauer von fünf Jahren, für nicht preisgebundene Wohnungen, keine Mieterhöhung vornehmen darf. Die Mieten werden deswegen rückwirkend zum 18. Juni 2019 „eingefroren“. Bei Wohnungen in der Hauptstadt, die wiedervermietet werden sollen, darf zukünftig maximal eine Nettokaltmiete je Quadratmeter von 9,80 € berechnet werden. Grundlage für diese Obergrenze ist der Mietspiegel Berlins von 2013 zzgl. 13,5 % Erhöhung, welches die Preisentwicklung der letzten Jahre widerspiegeln soll. Diese Beispiele entsprechen einem deutlichen staatlichen Eingriff in den privaten Wohnungs- bzw. Immobilienmarkt.

Wird sich der Immobilienmarkt in der Zukunft derart gravierend weiter entwickeln und sind staatliche Eingriffe der zuvor skizzierten Form möglich und sinnvoll, um Preisübertreibungen einzudämmen? Leider sind weitere zukünftige Eingriffe des Staates nicht in Gänze ausgeschlossen. Natürlich hoffen alle, dass sich solche Eingriffe in dieser gravierenden Art und Weise nicht wiederholen werden bzw. müssen.

Die Eigentumsquote soll in den nächsten Jahren in der Bundesrepublik Deutschland deutlich gesteigert werden. Durch die aktuelle Marktübertreibung muss an dieser Stelle allerdings kritisch die Frage gestellt werden, wer sich das am Ende noch leisten kann? Trotz der bereits seit März 2020 andauernden Pandemie namens COVID-19 Krise oder auch Corona-Krise, gibt es im Immobilienmarkt aktuell uneinheitliche Aussagen von Fachleuten aus der Immobilien- und Finanzwelt. Die Erwartungshaltung der Fachleute und von Käufern und Verkäufern von Immobilien lässt verlauten, dass man erwartet, dass sich nach einer moderaten Preiskorrektur nach unten der Immobilienmarkt wieder stabilisieren wird. Anschließend wird erwartet, dass sich der Immobilienmarkt preisstabilisiert seitwärts bewegt und sogar die Möglichkeit besteht, an die alten Höhenflüge wieder anzuschließen.

Aber die Medien berichten aktuell davon, dass Deutschland im Herbst 2020 eine Rezession treffen könnte. Mit den Beschränkungen für die Wirtschaft und für das öffentliche Leben ab März 2020 und den sich daraus ergebenden Konsequenzen mit u.a. Kurzarbeit in mehr als 600.000 Betrieben und den potentiellen Insolvenzrisiken sind die Argumente für ein Rezessionsrisiko nicht von der Hand zu weisen. Eine Sache muss aber glasklar festgehalten werden. Der Immobilienmarkt als Ganzes ist speziell in Deutschland ein wichtiger Wirtschaftsmotor. Diesen gilt es sensibel und mit nachhaltiger Vorausschau so „einzustellen“, dass er nicht abgewürgt wird und zukünftig dennoch vergangene Preisübertreibungen gedämpft bzw. besser unter Kontrolle gebracht werden. Auch in den Wirren möglicher Rezessionsgedanken wird die vorausschauende Lenkung und Leitung des Immobilienmarktes eines der wesentlichen und wichtigen Aufgaben der Zukunft, speziell in Deutschland, sein.

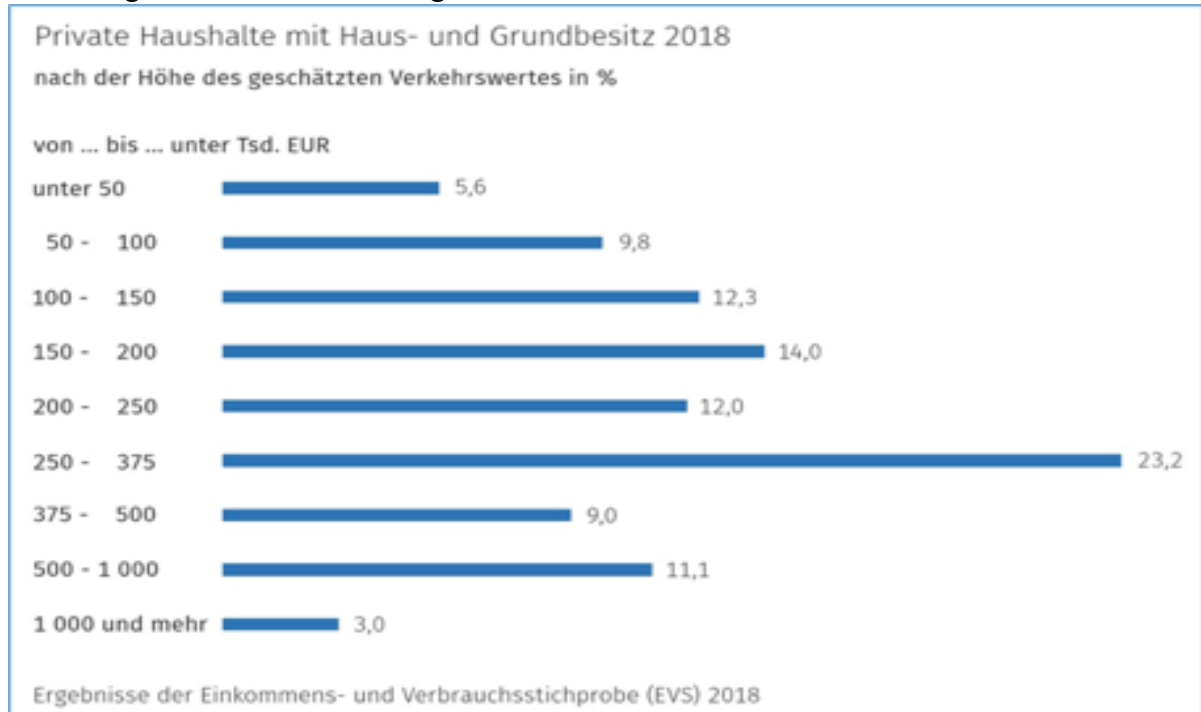
2.2 Mikroökonomische Zusammenhänge

Wohnimmobilien repräsentieren in Deutschland den größten Vermögenswert privater Haushalte. Die Immobilienpreisentwicklung hat deswegen deutliche Auswirkungen auf das Investitionsverhalten und auch auf die privaten Vermögensbildungen im Betongold. Die sich

daraus ergebende Korrelation hat großen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des jeweiligen Landes. Zum Jahresende 2018 belief sich das Immobilienvermögen der privaten Haushalte in Deutschland auf eine Summe von 4,7 Billionen Euro. Auf die jeweiligen Haushalte runtergerechnet ergeben sich prozentuale Vermögenswerte, ausgedrückt im Rahmen von Verkehrswerten (Abbildung 6).

Abbildung 6

Aufteilung des Immobilienvermögens nach Verkehrswerten in %



Quelle: Statistisches Bundesamt, Destatis, 2019

Der durchschnittlich geschätzte Verkehrswert des Haus- und Grundbesitzes der privaten Haushalte in Deutschland, die tatsächlich Haus – und Grundeigentümer sind, betrug laut einer Erhebung vom April 2019 des Statistischen Bundesamtes, Anfang 2018 im Schnitt 295.400 €. Im Vergleich zu 2013, bei der der Verkehrswert durchschnittlich bei 243.900 € lag, entspricht dies einer deutlichen Steigerung von 21,1 %.

Über einen Immobilienverkehrswert von bis zu 375.000 verfügen demnach 23,2 % der Bundesbürger. Und 11,1 % der Bundesbürger verfügen über einen Immobilienwert von bis zu 1 Mio. €. 3 % der privaten Haushalte verfügt sogar über einen Immobilienwert von mehr als 1 Million €. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass ca. 31 % der privaten Haushalte ein Einfamilienhaus besitzen. Eigentumswohnungen wiederum nennen nur 14 % ihr Eigen. Der Wert bei 2-Familienhäusern liegt bei 5 %. Unbebaute Grundstücke wiederum haben nur 4 % der privaten Haushalte im Eigentum und Mehrfamilienhäuser mit drei und mehr Wohnungen nur 2 %.

Aufgrund der besonderen volkswirtschaftlichen Bedeutung legt die Notenbank besonderen Wert auf verlässliche Preisdaten, um die geldpolitischen Ziele stabil effizient zu gestalten. In diesem Zusammenhang wird auf ein Zitat des britischen Notenbankchefs Mervyn King aus dem Jahr 1998 hingewiesen. In diesem Zitat ging es um die besondere Bedeutung von Hauspreisdaten des Immobilienmarktes. Bei einem erfolglosen Erklärungsversuch der Unterschiede einzelner Indizes fing daraufhin die Bank of England an eigene

Hauspreisanalysen durchzuführen. Demnach haben die Äußerungen des ehemaligen britischen Notenbankchefs dafür gesorgt, dass auch andere Länder neue Hauspreis-Indizes erstellt und die bestehenden Indizes überarbeitet haben.

Auch Deutschland ist diesem Beispiel gefolgt und so entstand in den Jahren eine gute Transparenz im deutschen Immobilienmarkt mit dem Häuserpreisindex (HPI). Der HPI bildet die Preisentwicklung von Einfamilien- und Zweifamilienhäusern ab. Er wird seit 2015 quartalsweise regelmäßig vom Statistischen Bundesamt (Destatis) ermittelt und publiziert. Neben dem HPI gibt es auch noch eine Vielzahl anderer Indizes. Nur der Vollständigkeit halber seien diese kurz erwähnt. Es gibt zum Beispiel den Index des Verbandes Deutscher Pfandbriefbanken (vdf) und den Deutschlandindex der empirica AG.

Die Datenbasis für den Häuserpreisindex HPI sind die sogenannten Transaktionsdaten der Gutachterausschüsse für Grundstückswerte in den einzelnen Kommunen. Die Daten kommen von den jeweiligen Notaren, die gesetzlich verpflichtet sind, die abgeschlossenen Kaufverträge über den Erwerb bzw. Verkauf einer Liegenschaft an den jeweils zuständigen Gutachterausschuss der Gemeinde zu übermitteln. Diese Übermittlung erfolgt standardisiert und anonymisiert. Hierbei werden die jeweiligen Vertragsdaten und relevanten Informationen in die Kaufpreissammlungen der Ausschüsse eingepflegt. Die Essenz aus diesen Kaufpreissammlungen sind dann zum Beispiel die jeweils lokalen Grundstücksmarktberichte einzelner Kommunen und Städte mit beispielsweise den Bodenrichtwerten.

Besonders zu berücksichtigen ist hierbei allerdings, dass Immobilien in der Regel miteinander kaum vergleichbar erscheinen. Normalerweise müssen in einer klassischen Preisstatistik die jeweiligen Preise von gleichen Gütern zu verschiedenen Zeitpunkten erhoben werden. Für den Immobilienbereich ist dies allerdings in dieser Form nicht denkbar, da in der Regel ein und dieselbe Immobilie nicht jeden Monat beziehungsweise jedes Quartal verkauft wird. Deswegen ist ein direkter Preisvergleich unmittelbar nicht möglich. Dennoch ist die Abbildung der Preisentwicklung von Immobilien unabdingbar und deswegen werden hier spezielle mathematische Verfahren angewandt.

Der deutsche Hauspreisindex (HPI) wird deswegen auf der Basis von hedonischen Regressionen ermittelt (Brachinger, 2002). Eine hedonische Regression ist demnach ein funktionaler Zusammenhang zwischen dem Immobilienpreis „p“ und den jeweiligen Eigenschaften einer Immobilie „x1, ..., xN“.

$$p = f(x_1, \dots, x_N) \quad (1)$$

Aufgrund dieser funktionalen Beziehung können nun die hedonischen Preise „h_n“ definiert werden als

$$h_n = dp / dx_n = df(x_1, \dots, x_N) / dx_n, \text{ für } n = 1, \dots, N. \quad (2)$$

Auch im internationalen Vergleich ist das die präferierte Methodik, um den jeweiligen Immobilienpreisindex zu ermitteln. Für die aktuelle Periode wird der Einfluss der wichtigsten preisbestimmenden Merkmale, hier zum Beispiel der Einfluss der Wohnfläche, auf den Preis geschätzt. Für dieses Verfahren sind möglichst zahlreiche verkaufte Immobilien zur Berechnung heranzuziehen, damit Qualitätsdifferenzen adäquat berücksichtigt werden können. Dasselbe Verfahren wird für die Immobilientransaktion der jeweiligen Vergleichsperiode zur Anwendung gebracht. Auf diese Art und Weise werden einzelne Faktoren geschätzt, die

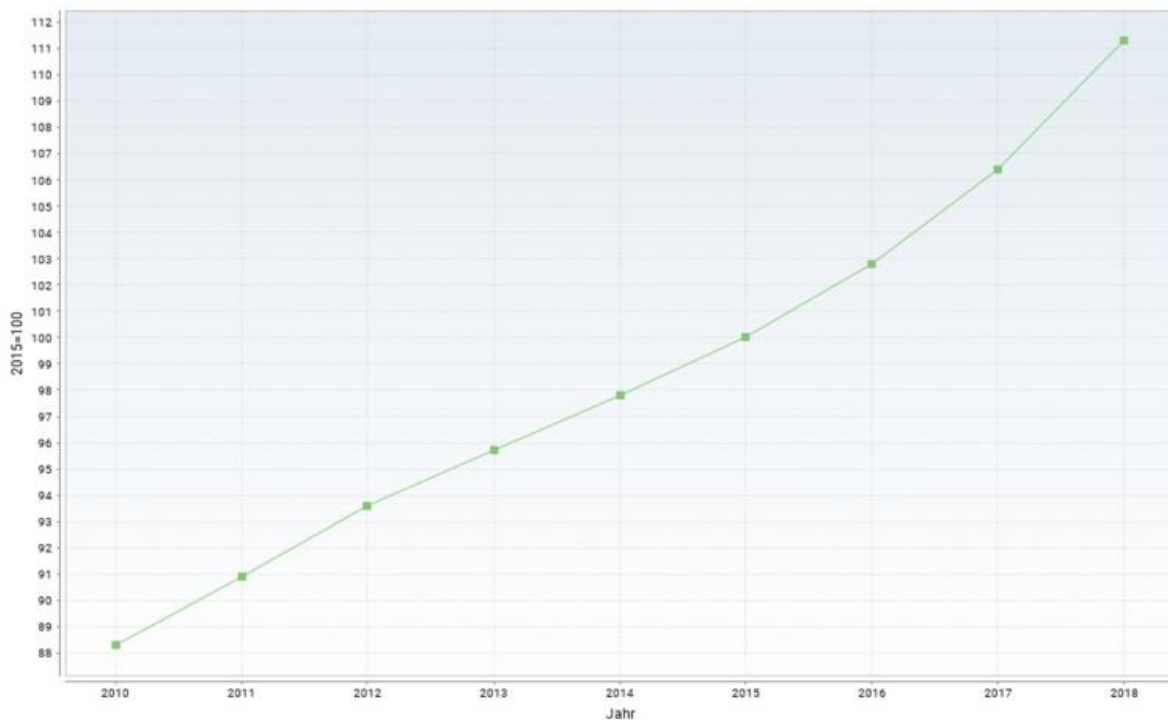
Grundlage dafür sind, welchen Einfluss zum Beispiel die Wohnfläche in den differierenden Perioden auf den Transaktionspreis hat.

Mit diesen Faktoren wird für jede veräußerte Liegenschaft auf Basis der individuellen Eigenschaften bestimmt, wie hoch ihr geschätzter Preis in der Vergleichsperiode gewesen wäre. Dieses Verfahren nennt man hedonische Imputation. Mit den vorliegenden Schätzpreisen wird dann der Häuserpreisindex HPI ermittelt.

Nach der Finanzkrise ab dem Jahr 2010 hat sich der Häuserpreisindex HPI in den Jahren bis 2018 deutlich steigend entwickelt. In der Abbildung 7 ist die Steigerung des Index verifiziert zu erkennen.

Abbildung 7

Häuserpreisindex HPI in % von 2010 bis 2018, Basisjahr 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt, Destatis, 2019

Seit 2010-2018 ist der Index um ca. 26 % angestiegen, bezogen auf das Basisjahr 2015 = 100. Ein deutlicher Preissprung im Immobilienmarkt

Alleine im kurzen Betrachtungszeitraum (3Q 2018 – 3Q2019) sind die Wohnimmobilien durchschnittlich um 4,9 % höher gewesen als im 3. Quartal 2019. Laut des Statistischen Bundesamtes Destatis erhöhten sich die Preise von Eigentumswohnungen um durchschnittlich 9 % und die Ein- und Zweifamilienhäuser um durchschnittlich 7,5 % in den 7 größten Metropolen (Berlin, Hamburg, München, Köln, Düsseldorf, Frankfurt am Main und Stuttgart). In anderen kreisfreien Großstädten ab 100.000 Einwohnern stiegen die Preise für Ein- und Zweifamilienhäuser um durchschnittlich 7,8 % und die Preise für Eigentumswohnungen um durchschnittlich 5,8 % an. In den ländlichen Regionen wurden Preissteigerungen von 5,1 % bei Ein- und Zweifamilienhäusern vermeldet und bei den Eigentumswohnungen stiegen diese um 4,5 % an.

Nach all diesen prozentualen Steigerungsraten muss man sich die Frage stellen, wie können Werte von Immobilien derart drastisch gesteigert werden? Gibt es hier spezielle Tricks, um den Wert nach oben zu korrigieren? Dieser Frage wollen wir im Artikel dezidiert nachgehen. In der Literatur werden zwei wesentliche Möglichkeiten diskutiert, Immobilienpreise zu steigern. Immobilienpreise können intrinsisch, also über den inneren Wert, oder extrinsisch, über den äußeren Wert, gesteigert werden. Hier stellt sich die Frage, was bedeutet eine intrinsische Steigerung einer Immobilie?

Der intrinsische Wert einer Immobilie ist zum Beispiel die Mietrendite, die erwirtschaftet wird. Ferner auch die Nutzung von Flächen innerhalb des Objektes und zum Beispiel auch das Bewirtschaftungsmodell einer Immobilie. Das bedeutet im Klartext, dass der innere Wert einer Immobilie durch die Steigerung von Mieten erfolgen kann und auch durch die Optimierung von Flächennutzungen, welche in weiteren Mieteinnahmen münden können. Auch kann bei der Objektbewirtschaftung im Rahmen der Digitalisierung bezüglich digitaler Abrechnungsmodelle eine erhöhte Attraktivität der Immobilie gegeben sein und damit entsteht die Steigerung des inneren Wertes einer Immobilie. Dies sind nur einige wenige Möglichkeiten, um intrinsisch den Wert der Immobilie zu steigern.

Der extrinsische Wert einer Immobilie ist zum Beispiel die Veränderung der Bausubstanz durch Rekonstruktions- bzw. Sanierungsmaßnahmen im Rahmen der Erneuerung der technischen Gebäudeausstattung (TGA). Dazu zählen Rohrleitungssysteme, elektrische Ausstattung in Verbindung mit dem Gedanken „Smart Home“. Ferner können Sanierungsmaßnahmen mit z.B. einem WärmeDämmVerbundSystem (WDVS) in Bezug auf energetische Sanierung optimiert werden. Des Weiteren gibt es eine Vielzahl weiterer substanzverändernden und am Ende damit werterhöhenden Maßnahmen, die eine extrinsische Werterhöhung einer Immobilie darstellen können.

Diese beiden Möglichkeiten können am Ende zu einer Steigerung führen, die sich in einem erhöhten Kaufpreis widerspiegeln kann. Auch die Bedürfnisse nach einem Eigenheim führen bei den Immobiliensuchenden zu einem großen psychologischen Druck. Dies bedeutet im Klartext, dass der Wunsch nach den eigenen vier Wänden unabdingbar wird und man sich selber psychologisch sehr stark unter Druck setzt, um dieses Ziel zu erreichen. In der momentanen Marktsituation kommen auf eine verfügbare Immobilie zwischen 10-15 Immobiliensuchkunden. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass jeder Immobiliensuchende in extrem kurzer Zeit eine Kaufentscheidung treffen muss, um überhaupt zu einem Kaufabschluss kommen zu können. Oft entstehen dadurch derart kurze Entscheidungsräume, dass auch häufig nicht alle wichtigen Rahmenparameter einer Kaufentscheidung bedacht werden können. Der Immobiliensuchende entscheidet zum Teil intuitiv und aus dem Bauch heraus mit der oftmaligen Konsequenz, auch deutlich höhere Immobilienkaufpreise in Kauf nehmen zu müssen, um endlich erfolgreich die eigene Immobiliensuche abzuschließen. Auch dieser Sachverhalt treibt Immobilienkaufpreise zum Teil ungerechtfertigt in die Höhe.

Bei der Betrachtung all dieser Fakten müsste doch aber eigentlich auch die Wertermittlungslehre diesem steigenden Kaufpreistrend ihren Tribut zollen. Deswegen die Frage: Sind denn die steigenden Immobilienkaufpreise bereits in der Wertermittlungslehre der Sachverständigen eingepreist? Diese Frage muss mit einem relativ klaren „Nein“ beantwortet werden. Der Verfasser selber ist seit 2003 öffentlich-rechtlich zertifizierter Immobiliensachverständiger von der HS/TU Kaiserslautern und der technischen Akademie Südwest (TAS) und seit vielen Jahren in diesem Segment tätig.

In der Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV), die aufgrund des sich verändernden Immobilienmarktes in 2010 marktangepasst wurde, und einer Vielzahl weiterer

Vorschriften, sind diese drastischen Steigerungsraten der letzten Jahre nur in „geglätteter“ Art und Weise in die Wertermittlungslehre eingeflossen. Dies bedeutet im Klartext, dass die entsprechenden Behörden, Gemeinden und andere Institutionen angehalten sind, deutliche Preisausreißer nach oben und nach unten „abzuschneiden“, um in einem „geglätteten Preiskanal“ die entsprechenden Immobilienpreise marktangepasst fortzuschreiben. In diesem Zusammenhang ist auf § 194 Baugesetzbuch (BauGB) hinzuweisen. In diesem Paragraphen heißt es wie folgt: Der Verkehrswert (Marktwert) wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre. In dieser gesetzlichen Formulierung ist deutlich zu erkennen, dass derartige Preisüberreibungen, die momentan im Markt herrschen, eins zu eins in gesetzliche Vorschriften nicht einfließen dürfen. Mit dieser erprobten Vorgehensweise wurden bereits über mehrere Jahrzehnte hinweg erfolgreich Marktschwankungen, Krisen und auch Überhitzungen im Immobilienmarkt mit sachverständigem Augenmaß eingepreist. D.h., dass auch die Sachverständigen für Immobilienbewertungen manchmal vor schwierige Aufgaben gestellt werden. Dies bedeutet, dass der Wert einer Bestandsimmobilie nach der ImmoWertV zum Teil deutlich weniger Wert sein kann als der Markt tatsächlich bereit ist, für diese Immobilie im Einzelfall zu bezahlen.

Daraus können speziell bei den Immobilienfinanzierungen so genannte Deckungslücken entstehen, dies sind die Differenzen zwischen den geforderten Immobilienkaufpreisen des Marktes und der Beleihungswerte der Banken, die in der Regel auch den Kreditrahmen des Kreditnehmers begrenzen. Diese Deckungslücke, die sich daraus ergibt, muss in der Regel mit Eigenkapital oder Ersatzsicherheiten des Käufers ausgeglichen bzw. gedeckt werden.

Auch die Kreditinstitute orientieren sich an der Wertermittlungslehre, um ihre bankinternen Wertermittlungen im Rahmen der Beleihungswerte zu evaluieren. Neben den eigenen bankinternen Aufzeichnungen über viele Jahre, wie sich Immobilienpreise in der jeweiligen Region der ansässigen Kreditinstitute entwickelt haben, orientiert man sich selbstverständlich auch an den geltenden Gesetzmäßigkeiten im Rahmen der Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV). Auch hier stoßen die Banken zum großen Teil an ihre Bewertungsgrenzen. Dies bedeutet, dass es für die Kreditinstitute immer schwieriger wird, Bankkunden mit ordentlicher Bonität im Beleihungswert, sprich der jeweiligen Kredithöhe, entgegenzukommen. Dadurch, dass die Immobilienkaufpreise in den letzten Jahren derart drastisch gestiegen sind, versuchen auch Banken mit dem jeweiligen zukünftigen Kreditnehmer Lösungsansätze zu erarbeiten. Zum einen gibt es den internen Hinweis vieler Kreditinstitute, Kaufpreise noch mal nach unten nachzuverhandeln. Ziel ist hier einen günstigeren Kaufpreis zu generieren und damit eine nur noch geringere Deckungslücke bei den Banken zu erhalten. Falls dies nicht erfolgreich erscheint, versuchen Banken den zukünftigen Kreditnehmer zu motivieren, mehr Eigenkapital einzusetzen respektive Ersatzsicherheiten in Form von anderen Vermögenswerten einzubringen.

Wenn man jetzt mal einen kritischen Blick nach vorn wirft, wird es ab 2022 für die Banken auf Seiten der Kreditvergabe deutlich schwieriger. Die erweiterten Reformpläne des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, nach Basel III aktuell und perspektivisch ab 2022 Basel IV, können zu einer weiteren Verschärfung bei der Vergabe von Kreditfazilitäten bei Ausläufen oberhalb des „mündelsicheren“ Beleihungswertes (der mündelsichere Beleihungswert ist bis 60 %) bei den Immobilienfinanzierungen führen.

In den neuen Richtlinien nach Basel IV, diese Richtlinien gelten ab 2022 mit einer fünfjährigen Übergangsfrist bis 2027, gibt es eine Vielzahl von neuen Rechtsvorschriften. Im Rahmen dieses wissenschaftlichen Artikels kann nur rudimentär auf diese neue Situation eingegangen werden.

Einer der wichtigsten Punkte beim Inkrafttreten von Basel IV wird u.a. allerdings sein, dass die Kreditinstitute dann verpflichtend angehalten sind, die Kreditfazilitäten nicht mehr auf Basis der Beleihungswerte zu berechnen, sondern mit dem deutlich konservativeren LTV (Loan to value)-Ansatz der Banken. Diese neuen Rechtsvorschriften nach Basel IV werden die Kreditvergabeproblematiken weiter verschärfen mit der Konsequenz, dass dies am Ende sehr wahrscheinlich zu einer größeren Deckungslücke in der Gesamtkapitalstruktur von Immobilienfinanzierungen führen kann. Welche Lösungsansätze es dann von der Wirtschaft, den Banken und am Ende auch eventuell von der Bundesregierung geben wird bzw. kann, bleibt spannend abzuwarten.

3 Forschungsdesign

Der Artikel konzentriert sich ausschließlich auf den privaten Bestandsimmobiliensektor. Der öffentliche Wohnungssektor, zum Beispiel von Genossenschaften etc., unterliegt noch mal ganz anderen Marktprinzipien und spielt deswegen ausdrücklich keine Rolle. Wichtige Forschungsfragen sind die gesetzlichen Berechnungsgrundlagen von Kaufpreisen der Bestandsimmobilien. Wie werden Objektwerte von den einzelnen Marktpartnern ermittelt und bewertet? Eine sich daran direkt anschließende Frage ist auch, welche der Gruppen hat welches Interesse?

Zur besseren Verständlichkeit des gesamten Immobilienmarkts werden vorab mal die „systemrelevanten“ Interessengruppen aufgelistet. Die wichtigsten sind demnach:

1. die Gruppe der Immobilienverkäufer,
2. die Gruppe der Immobilienkäufer,
3. die Banken und Kreditinstitute,
4. Sachverständige und Architekten, die im Immobilienmarkt als Wertermittlungsfachleute aktiv sind und so sachverständig Objektwerte ermitteln.

Die erste Gruppe ist die Gruppe der Immobilienverkäufer. Welche Art von Immobilien Verkäufern gibt es? Diesbezüglich werden ein paar der wesentlichen Gruppen von Objekteigentümern aufgelistet. Dies sind zum Beispiel private Eigentümer von Häusern bzw. Eigentumswohnungen, die die Immobilien privat zu Wohnzwecken nutzen und gewerbliche Immobilieneigentümer und Projektentwickler, die Immobilien An- und Verkauf mit Gewinnerzielungsabsicht betreiben.

Die Gruppe der Objekteigentümer, immer auch unter dem Aspekt der steuerlichen Relevanz, haben das Interesse, bei einem Verkauf ihrer Einheiten einen möglichst hohen Immobilienkaufpreis im Markt zu erzielen. Um dies zu erreichen, werden die Immobilien „hübsch gemacht“, um so den optimalen Kaufpreis in der jeweiligen Marktsituation zu erreichen.

Die weitere Untergruppe der gewerblichen Immobilieneigentümer und Entwickler verkaufen in der Regel Bestandsobjekte im teil – bzw. vollsanierten Zustand. Auch diese Vorgehensweise dient dazu, den maximal erreichbaren Kaufpreis im Immobilienmarkt mit dem minimalsten Eigenmitteleinsatz und daraus dann den maximalsten Gewinn in der jeweiligen Marktsituation zu erreichen.

Im Ergebnis fällt auf, dass beide Teile der Gruppe das klare Ziel verfolgen, einen möglichst hohen Kaufpreis zu erreichen. Gerade in heutigen Zeiten sind Immobilien ein rares Wirtschaftsgut und ein potentieller Verkauf soll deswegen auch einen weitestgehend maximalen Erfolgserlös realisieren.

Die zweite Gruppe wiederum hat ganz andere Ambitionen im Immobilienmarkt. Auch hier gibt es wieder ähnliche Interessensgruppen. Zum einen die privaten Immobilienkäufer, die Immobilien erwerben wollen zu Eigennutzung mit einem durchaus längeren Zeitstrahl der Eigennutzung. Hier ist die generelle Zielsetzung, die Immobilien möglichst preisgünstig für sich selbst zu erwerben. Durch die in der Regel längeren Nutzungszeiten im Rahmen der Eigennutzung relativieren sich hier auch etwas die mitunter höheren Kaufpreise der Immobilien. Nichtsdestotrotz ist das Ziel, wie bereits erwähnt, möglichst günstig die Immobilie einzukaufen.

Ferner die gewerblichen Immobilienkäufer, die Objekte so günstig wie nur irgendwie möglich zu erwerben. Da dieser Teil der Gruppe das Thema gewerbsmäßig betreibt, ist ein wichtiger Erfolgsindikator der preisoptimierte Einkauf. Hier werden in der Regel sämtliche Register gezogen, um einen möglichst preisgünstigen Erwerb zu realisieren, damit nach der späteren Sanierung der potentielle Verkaufs Preis möglichst hoch und damit die Gewinnspanne möglichst optimiert realisiert wird.

Auch hier fällt im Ergebnis auf, dass beide Teile der Gruppe, wie schon beim Punkt zuvor, so günstig wie nur eben möglich die Immobilien erwerben wollen. Dies gelingt in der Praxis mal mehr mal weniger gut.

Die dritte Gruppe wiederum, hier die Banken und Kreditinstitute, haben wieder eine ganz andere Sicht auf die Dinge und auch eine andere Zielsetzung im Immobilienmarkt.

Die Banken und Kreditinstitute haben die Aufgabe im Immobilienmarkt, die jeweiligen Kreditfazilitäten für den Immobilienkäufer gegenüber dem Immobilienverkäufer zu ermitteln und entsprechend der inneren Bewertung (Beleihungs- bzw Kreditwert) zu verauslagen. Gerade der Punkt „innere Bewertung“ ist sehr wichtig! Warum?

Bei der vorher genannten Gruppe zu 1, Immobilienverkäufer mit dem Wunsch auf einen möglichst hohen Kaufpreis und der weiteren Gruppe zu 2, Immobilienkäufer mit dem Wunsch auf einen möglichst niedrigen Kaufpreis, haben die Banken und Kreditinstitute einen ganz anderen Fokus. Hier geht es um die Festlegung eines inneren Wertes für eine interne Betrachtungsweise der Banken und Kreditinstitute. Dieser „innere Wert“ bemisst sich eigentlich an einem Ausfallszenario. Dieses Ausfallszenario nimmt an, dass ein Immobilienkreditkunde in mögliche Zahlungsschwierigkeiten gerät, und die Annuitäten, dies sind die Zinsen und die Tilgung, nachhaltig nicht mehr bedienen kann. In diesem Fall müsste die Bank entsprechend Zwangsmaßnahmen einleiten, um den noch vorhandenen Restkredit durch eine zum Beispiel Zwangsversteigerung nebst sämtlichen Kosten zu tilgen.

Deswegen kalkuliert die Bank mit einem sogenannten Beleihungswert, der in der Regel deutlich unter dem Kaufpreis einer entsprechenden Immobilie liegt. Um für die Berechnung dieses Beleihungswertes eine gesetzmäßige Vereinheitlichung zu erreichen, wurde vom Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz die Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes (Beleihungswertermittlungsverordnung – BelWertV) am 12. Mai 2006 erlassen. Diese

Beleihungswertermittlungsverordnung wurde in den Jahren auf die Marktentwicklungen bereits angepasst.

Die Besonderheit bei den Banken und Kreditinstituten ist allerdings, dass es noch mal bankinterne Risikoabschläge gibt, die ein potientiellies Ausfallrisiko minimieren sollen. Die Konsequenz aus diesen Risikoabschlägen kann allerdings für die beiden zuerst genannten Gruppen, Immobilienverkäufer und Immobilienkäufer, erheblich sein. Im Klartext bedeutet dies, dass der Beleihungswert, je nach bankinterner Betrachtungsweise, i.d.R. bis zu 80 % des eigentlichen Verkehrswertes nach § 194 BauGB liegt. Auch die jeweiligen Kaufnebenkosten, wie z.B. der Notar, das Grundbuchamt und auch der Immobilienmakler, mitunter bis zu 15% vom Kaufpreis, werden in der heutigen Zeit als Eigenkapital vom Käufer verlangt.

Die Differenz muss durch zusätzliches Eigenkapital oder zusätzliche Sicherheiten an werthaltigen Vermögen oder anderen Absicherungen, die von einer Bank akzeptiert werden, beigebracht werden. Oft stellt gerade diese Deckungslücke einzelne Interessengruppen vor nicht unerhebliche Probleme. Hierzu ein Beispiel: bei einem Investor, der eine Immobilie zur Kapitalanlage erwirbt, ist der übermäßige Einsatz von Eigenkapital eher unerwünscht. Hier ist man in der Regel bemüht, bis zu 100 % des Kaufpreises von der finanzierenden Bank zu Erlösen. Im Einzelfall sollten auch noch die Kaufnebenkosten zu dem jeweiligen Rechtsgeschäft mitfinanziert werden. Wenn nunmehr aber bis zu 20 % zzgl. bis zu 15% Kaufnebenkosten als „frisches“ Eigenkapital“ zum Auffüllen der Deckungslücke notwendig werden, können einige Immobilien zur Kapitalanlage für einen Investor wirtschaftlich unattraktiv werden. Dies wird zukünftig verstärkt zu einem Problem werden.

Abbildung 8

Sachwertverfahren nach Prof. Wolfgang Kleiber



Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Verkehrswertermittlung von Grundstücken, Kleiber, 2019

Abschließend betrachtet haben die Banken und Kreditinstitute, deutlich erkennbar, dass zuvor genannte Eigeninteresse, mit möglichst geringeren Beleihungen der Immobilien zu arbeiten. Diese Risikoabschläge und den sich daraus ergebenden Deckungslücken müssen vom Käufer eigenständig kompensiert werden. Zukünftig werden die Eigenkapitalrichtlinien bei den Banken und Kreditinstituten nochmals verschärft. Die Regeln dazu werden unter dem Begriff Basel III und zukünftig Basel IV, die ab 2022 mit einer fünfjährigen Übergangsfrist bis 2027, zusammengefasst. Bereits im übernächsten Jahr werden die Beleihungswerte auf einer verschärften Grundlage berechnet. Diese Grundlage wird dann der Loan to Value (LTV) Ansatz sein. Dieser eigentlich nach heutigen Richtlinien nochmals reduzierte Wertermittlungsansatz auf der Bankenseite wird aller Voraussicht nach dazu führen, dass nochmal ein ca. 13 %iger Abschlag von dem heutigen Beleihungswert vorgenommen wird. Die sich daraus ergebende Deckungslücke wird in der Zukunft für die Immobilienkäufer nochmals größer werden.

Die vierte Gruppe sind die sach- und fachkundigen Immobiliensachverständigen, die ausgebildet worden sind, Immobilienwerte marktgerecht zu ermitteln. Diesbezüglich ist zu bemerken, dass es sich hier nicht um Kaufpreisbewertungen von der Gruppe 1, Immobilienverkäufern, oder der Gruppe 2, Immobilienkäufern, handelt. Hier geht es vielmehr um die Verkehrswertermittlung im Rahmen des § 194 BauGB. Die Gruppe der Immobiliensachverständigen hat in den jeweiligen Ausbildungen umfangreich die fachlichen Notwendigkeiten und Handwerkszeuge zur Ermittlung des Verkehrswertes vermittelt bekommen.

Neben den gesetzlichen und damit normierten Verfahren, die zuvor bereits dezidiert beschrieben worden sind, gibt es auch noch sogenannte angelsächsische bzw. international angewandte Wertermittlungsverfahren. Der Gesetzgeber hat sich dazu entschlossen, die folgenden Verfahren nicht zu normieren, da zu viele Anpassungsoptionen und damit auch Manipulationsmöglichkeiten im Berechnungsprozess stattfinden können. Diese Verfahren werden kurz skizziert, ohne auf die jeweiligen Verfahren inhaltlich einzugehen. Diese angelsächsischen Verfahren lauten:

- Discounted Cashflow Methode,
- Investmentmethode,
- Monte Carlo Methode.

Alle diese Verfahren basieren vom Grunde her alle auf einem betriebswirtschaftlichen Grundgedanken und ähneln sehr dem Ertragswertverfahren. Hierzu gibt es einzelne Abwandlungen im Berechnungsprozess. Diese werden gesteuert durch die unterschiedlichen Interessensgruppen respektive unterschiedlichen Zielsetzungen der einzelnen Berechnungen für zum Beispiel Investitionsentscheidungen zum Kauf eines Gewerbeobjektes etc.

Diese Verfahren wurden in der Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) final aufgrund der Unschärfe und fehlender Interpretationsgleichheit in unterschiedlichen Gebieten und Ländern nicht normiert.

4 Ergebnisse der Forschung

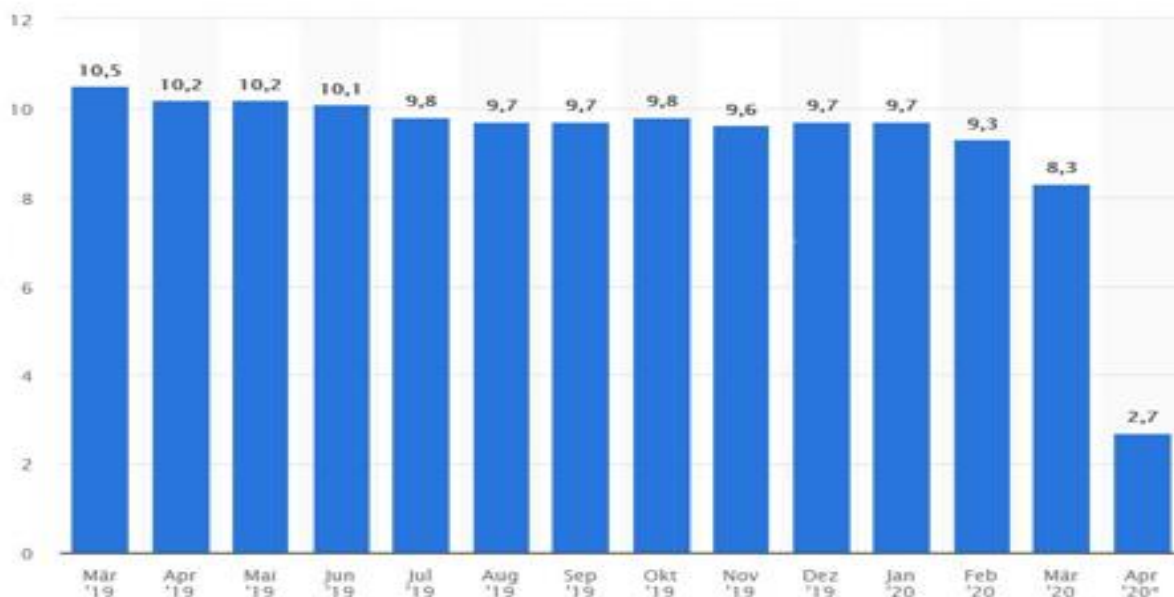
Ein weiterer wichtiger Punkt dieses wissenschaftlichen Artikels befasst sich, wie im viertletzten Absatz unter Punkt 1 bereits erwähnt, mit dem Thema der weltweiten Pandemie, welche Anfang 2020 über die Welt hereinschwappte und die Weltwirtschaft erneut, nach erfolgreicher Bewältigung der Weltfinanzkrise 2008, auf eine harte Bewährungsprobe stellt. Zum Anfang des ersten Quartals 2020 poppte für die Weltwirtschaft, und damit im Speziellen

für die Kreditwirtschaft, ein bis dahin so nie dagewesenes Problem auf. Dieses Problem, welches umfassend final erst am Anfang zu seiner Lösung steht, hieß Coronakrise bzw. Covid-19 Krise. Europa hat das Virus zum Ende des ersten Quartals und im 2. Quartal 2020 fest im Griff. In diesem wissenschaftlichen Artikel wird diesbezüglich nicht auf die gesundheitlichen Themen wie Infektions- und Sterberate durch das Virus eingegangen. Hier geht es ausschließlich um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie für die gesamte Volkswirtschaft in Deutschland.

Als Basis für die aktuellen Auswirkungen auf die Wirtschaft bzw. auf das Konsumklima zu Beginn des zweiten Quartals 2020 kann man in der folgenden Abbildung den GfK-Konsumklima-Index für Deutschland 2019/2020, der Indikator visualisiert die Entwicklung des privaten Verbrauchs mit seinen relevanten Einflussfaktoren wie Erwartungshaltung zum Einkommen sowie die Investitionsbereitschaft und die Motivation zum Sparen, gut erkennen, wo sich der Trend im Jahr 2020 hinbewegt.

Abbildung 9

Entwicklung des ifo Geschäftsklimaindex der Monatswerte von März 2019 bis April 2020



Quelle: ifo Geschäftsklimaindex 03/2019 bis 04/2020, Statista, 2020

Der Gesamtindikator prognostiziert eine deutliche Reduktion der „Verbraucherstimmung“ von Februar 2020 mit 9,3 Punkten auf dann im April 2020 mit nur noch 2,7 Punkten. Dies ist ein gravierender Rückgang von fast 71%. Leider werden im Folgemonat Mai weitere deutliche Auswirkungen auf die Verbraucherstimmung erwartet. Rückwirkend dazu betrachtet ist der Wert aus April 2020 der niedrigste Wert seit Mai 2009. Gefühlt wurden damit die Erfolge der letzten über 10 Jahre quasi über Nacht „resettet“. Die Coronakrise wird nach aktuellen Einschätzungen zu einer deutlichen Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Lage in Deutschland führen. Abzulesen ist dieser Sachverhalt auch detailliert im „ifo Geschäftsklima Index Deutschland“.

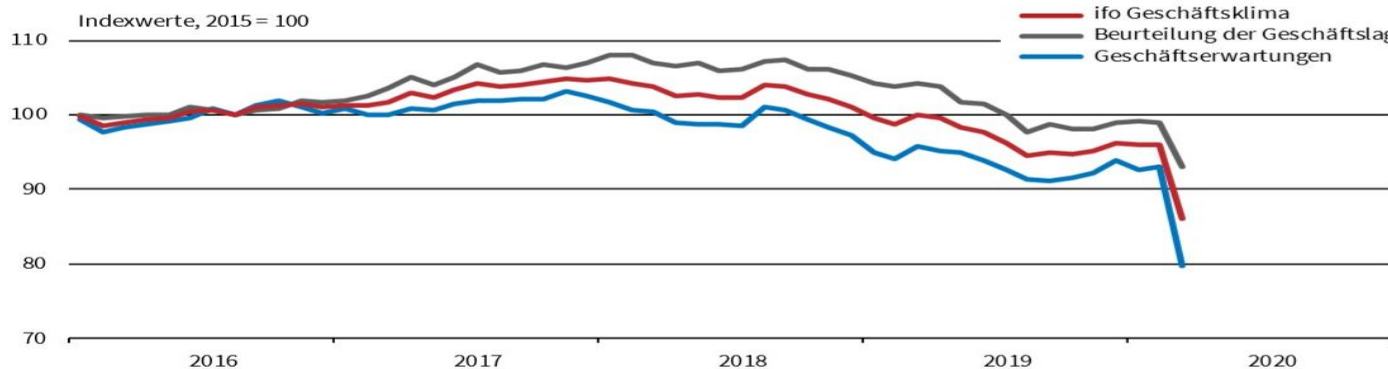
Grundlage des Info Geschäftsklima Index resultiert aus monatlichen Berichten von ca. 9.000 Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes. In diesem Index wird die Erwartungshaltung der Unternehmen für die

kommenden sechs Monate abgebildet. Der Geschäftsklimaindex stellt einen transformierten Mittelwert der Saldierungen aus Geschäftslage der Erwartungshaltung der Unternehmen dar, bezogen auf den Indexwert 2015 = 100. Hier ist im Speziellen auch der Immobilienbereich davon betroffen. Fachleuten zufolge wird es zu einer deutlichen Abkühlung der immobilienwirtschaftlichen Lage kommen. In diesem Zusammenhang wurde auch schon von einem „platzen der Immobilienblase“ gesprochen. In der folgenden Abbildung werden in einer Langfristbetrachtung seit 1976 bis ins Jahr 2020 hinein über den Immobilienindex Deutschland (Wohnen und Gewerbe) Veränderungen in % zum Vorjahr zum einen und zum anderen rot eingekreiste Indikationspunkte, an denen signifikante Marktveränderungswechsel bezüglich Abschwungs und Aufschwungs stattgefunden haben, grafisch dargestellt.

Abbildung 10

Ifo Geschäftsklima Deutschland, Beurteilung der Geschäftslage und Geschäftserwartungen

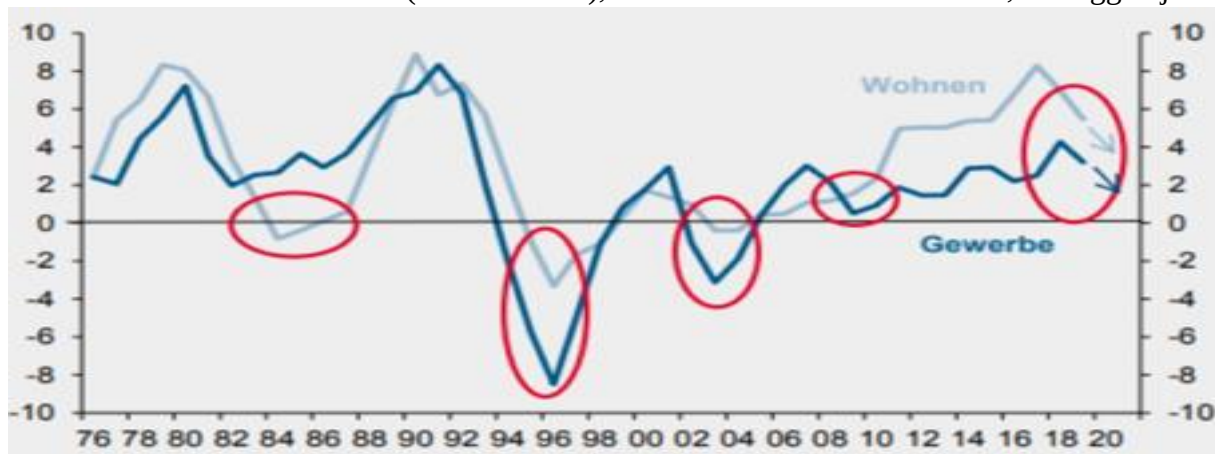
ifo Geschäftsklima Deutschland*
Saisonbereinigt



Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Bericht vom 25.03.2020, 2020

Abbildung 11

Immobilienindex Deutschland (BulwienGesa), vor 1990 nur Westdeutschland, in % gg. Vj.



Quelle: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research, Immobilienreport 31.03.2020, Seite 2, 2020

Seit Ende 2008/Anfang 2009 befindet sich der Immobilienmarkt in einem sehr deutlichen Aufwärtstrend. Dieser Trend könnte gerade durch die Coronakrise unsanft beendet worden sein. Ein mögliches Abschwungpotenzial hängt maßgeblich davon ab, wie man strategisch versucht, die Pandemie unter Kontrolle zu bekommen und wie sich ein Marktwirkungspotenzial bezüglich der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen etablieren kann.

Auf Seiten der Kreditwirtschaft haben die Banken und Kreditinstitute deswegen bereits im 2Q-2020 begonnen, die internen Beleihungswertermittlungen, ausgerichtet auf den seit nunmehr über zehn Jahre andauernden Immobilienboom, nach unten hin anzupassen. Dies bedeutet in der Konsequenz, dass zum Beispiel die Hamburger Sparkasse (Haspa) mit einer Bilanzsumme von über 45 Mrd. € (Juni 2019) keine Neukunden für Immobilienkredite mehr annehmen will. Nur noch Bestandskunden der Bank können Immobilieninvestments dort finanzieren.

Eine weitere Konsequenz in den Banken und Kreditinstituten ist, dass man von den aktuellen Immobilienkaufpreisen, die durch die Coronakrise möglicherweise noch nicht marktangepasst wurden, nur noch 80 % des aktuellen Immobilienkaufpreises zur Berechnung des Beleihungswertes herangezogen werden. Ferner vermelden aktuell die Banken über entsprechende Pressemitteilungen der dpa, dass die Vergabepolitik für Immobilienkredite verschärft wurden. Ein weiterer äußerst wichtiger Punkt ist, dass durch die Coronakrise Bonitätsprüfungen der Immobilienkäufer deutlich verkompliziert wurden. Im konkreten Fall bedeutet dies, dass Immobilienkäufer, die in Branchen aktiv sind, die durch die Pandemie schwer in Mitleidenschaft gezogen wurden, deutlich verkomplizierte Bonitätsprüfungen durchlaufen müssen.

Der Verfasser selber hat in der Pandemiezeit erlebt, wie Immobilienkredite; hier bei einem sehr erfolgreichen Berliner Gastronomen mit mehreren Gastronomiebetrieben und Franchisemodellen unterschiedlicher Schwerpunkte; bei der Bonitätsprüfung durch die Banken intensive Widerstände bis zu einer potentiellen Kreditzusage erleben musste. Die Banken haben in diesem speziellen Fall nicht nur Vergangenheits- und Ist-Zustand bezogen die Bonität überprüft, sondern verlangten auch sehr differenzierte Vorausschauszenarien im Business-Case plus weiterer Zusatzsicherheiten, um für die Zukunft ein potentielles Ausfallrisiko von Kreditfazilitäten auszuschließen. In diesem speziellen Fall wird klar, dass sich Bankregularien und Forderungen plus Abwicklungszeiten bis zur Kreditzusage durch die Coronakrise deutlich verschärft haben und sich auch selbst entscheidungskompetente Bankberater sehr zurückhaltend zeigen, um möglicherweise nicht zu vorschnell Kreditentscheidungen zugunsten eines Kaufs einer Immobilie zu treffen. Selbst in diesem speziellen Beispiel wird klar, dass eine Bonität vor der Pandemie schneller hätte abgewickelt werden können und während der Pandemie sich nicht nur die Prüfungszeiten auf Seiten der Kreditsachbearbeiter deutlich verlängert haben, sondern auch die Versagensängste einzelner Kreditsachbearbeiter mit möglicherweise bankinternen Konsequenzen für jeden einzelnen dazu geführt haben, dass Kredite nur deutlich verzögert oder auch am Ende gar nicht genehmigt worden sind. Hier bleibt abzuwarten, wie sich dies im weiteren Verlauf des Jahres 2020 entwickeln wird.

Eine weitere Verkomplizierung am Immobilienmarkt wurde durch die Bundesregierung im Rahmen eines neuen Gesetzentwurfes selber initiiert. Hier ging es darum, dass die Verbraucher und auch Gewerbetreibenden im Rahmen von sogenannten Dauerschuldverhältnissen geschützt werden sollten. In einer gefühlten Nacht-und-Nebel-Aktion wurde deswegen in ganz kurzer Zeit ein neues Gesetz von der Bundesregierung „durchgepeitscht.“ Dieses Gesetz heißt „Gesetz zur Abmilderung der Folgen der Covid-19 – Pandemie im Zivil-, Insolvenz- und Strafverfahrensrecht. Dieses Gesetz wurde am 27. März 2020 von der Bundesregierung im Bundesgesetzblatt veröffentlicht und in Kraft gesetzt. Im Art. 240, § 2, vertragsrechtliche Regelungen aus Anlass der Covid-19 – Pandemie, wurden die Beschränkungen zur Kündigung von Miet- und Pachtverhältnissen geregelt.

Dort steht unter Abs. 1: Der Vermieter kann ein Mietverhältnis über Grundstücke oder über Räume nicht allein aus dem Grund kündigen, dass der Mieter im Zeitraum vom 1. April 2020 bis 30. Juni 2020 trotz Fälligkeit die Miete nicht leistet, sofern die Nichtleistung auf den Auswirkungen der Covid-19 - Pandemie beruht. Der Zusammenhang zwischen Covid-19 - Pandemie und Nichtleistung ist glaubhaft zu machen. In Abs. 2 steht: Von Abs. 1 kann nicht zum Nachteil des Mieters abgewichen werden. In Abs. 3 steht: Die Abs. 1 und 2 sind auf Pachtverhältnissen entsprechend anzuwenden. In Abs. 4 steht: Die Abs. 1-3 sind nur bis zum 30. Juni 2022 anzuwenden. Dies bedeutet, dass ausgesetzte Mieten in der Zeit von April bis Juni 2020 bis spätestens zum 30. Juni 2022 ausgeglichen sein müssen. (Bundesgerichtsblatt, 14/2020)

Es scheint so, als wenn sich der Immobilienmarkt durch die Coronakrise auf dem Weg in eine Abwärtsbewegung befindet. Diesbezüglich muss man ernsthaft hinterfragen, ob der Immobilienboom der letzten über zehn Jahre nunmehr vorbei ist? Befinden wir uns am Anfang einer tiefgreifenden Rezession? All dies sind Fragen, die wir wohl erst im Nachhinein verlässlich beantworten können. Die weltwirtschaftliche Situation ist in einer schwierigen Lage und wir müssen abwarten, welche Folgen die Coronakrise am Ende des Tages für die einzelnen Wirtschaftsbereiche mit sich gebracht hat bzw. mit sich bringen wird. Auf Basis der genannten Hauptziele, Nebenziele und im Speziellen der weltwirtschaftlichen Entwicklung, bleibt das „Betongeld Immobilie“ ein wichtiger Bestandteil eines Vermögensportfolios. Das gut kalkulierbare Immobilieninvestment bleibt, solange sich das Zinsniveau nicht signifikant nach oben entwickelt, weiterhin attraktiv. Die Hoffnung besteht, dass sich nach der Abfederung der Pandemiefolgen der Weltwirtschaft auch die Immobilieninvestitionen wieder nachhaltig stabilisieren können und sich somit der Immobilienmarkt weiterhin als ein stabiler Stützpfeiler einer diversifizierten Anlagestrategie etabliert.

4.1 Wichtige Forschungsergebnisse der Datenrecherche

Bezüglich des methodischen Ansatzes wurde im ersten Schritt untersucht, welches die Kernfragen des wissenschaftlichen Artikels sind. Anschließend wurden die wesentlichen Kernpunkte des Artikels in Haupt- und Nebenziele definiert und diese in wissenschaftlichen Schritten analysiert. Im Weiteren wurden strukturiert Artikel an einschlägigen Fundstellen recherchiert. Bei dieser Literaturrecherche wurden die wissenschaftlichen Clusterungen klar an einschlägig renommierten Unternehmen, Wirtschaftsportalen und auch staatlichen Stellen orientiert.

Es gab eine sehr klare Evaluierung zu den Banken und Kreditinstituten zum Thema Finanzierungen von Immobilien und deren Schwerpunkte nebst internen Entwicklungen. Auch gab es eine differenzierte Darlegung zum Thema der Wohnungsbaukredite und deren Volumen.

Ferner die Darlegung der Entwicklung der Hypothekenzinsen seit 1972 bis in die Gegenwart hinein. Demgegenüber gestellt wurden die Immobilienpreise im Rahmen des Immobilienpreisindex seit 2003 bis 2019 zuzüglich der entsprechenden Eigentumsquoten im Immobilienmarkt.

Es wurde der entsprechende Nachfrageboom nach Immobilien, speziell auf der Seite der Immobiliensuchenden, analysiert und darüber hinaus gab es eine historische Darlegung von unterschiedlichen Eingriffen der Bundesrepublik Deutschland in den Immobilienmarkt, ab dem Jahr 1923 bis in die heutige Zeit hinein.

Ferner gab es eine dezidierte Darlegung der prozentualen Verteilung der Eigentumsquoten im Immobilienmarkt und eine differenzierte Darlegung der Entstehung des Hauspreisindex HPI mit der Entstehungsbasis in Großbritannien nebst der Darlegung zu den hedonischen Preisen.

Beschreibung von extrinsischer und intrinsischer Wertsteigerung bei Immobilien nebst der Darlegung, wie die Sachverständigen die entsprechenden Marktpreisübertreibungen einschätzen und ob diese erhöhten Werte über ein Gutachten auch sachverständig abgebildet werden können.

4.2 Ergebnisse der Datenrecherche seitens der Immobilienverkäufer und der Immobilienkäufer

Nach intensiver Sachverhaltsrecherche in einschlägigen wissenschaftlichen Magazinen und Artikeln und eigener 28-jähriger Immobilienerfahrung des Verfassers sind die Interessen der einzelnen Gruppen klar definiert.

Der Immobilienverkäufer, der seine Liegenschaft Kaufinteressenten zum Erwerb anbietet, erwartet das Bestmögliche. Dieses bestmögliche Angebot besteht auf der einen Seite ganz klar in einem maximalen Kaufpreiswunsch. Dadurch, dass der Eigentümer in der Regel sein Immobilieneigentum nur einmal verkaufen kann, ist dieser Wunsch plausibel und nachvollziehbar. Darüber hinaus gibt es weitere Wünsche, die für einen Immobilienverkäufer große Relevanz besitzen. Neben dem maximalen Kaufpreis ist auch die gesamte Kaufvertragsabwicklung ein nicht unerheblicher und wichtiger Faktor für den Verkäufer. Die Sicherstellung des Kaufpreises durch zum Beispiel eine adäquate Bankfinanzierung oder auch im optimalen Fall durch ein adäquates Eigenkapital des Käufers ist der wichtigste Punkt. Nur wenn die Zahlung und Liquiditätsflüsse für den Verkäufer plausibel und glaubhaft vom Käufer dargeboten werden, wird der Verkäufer am Ende bereit sein, seine Liegenschaft notariell an den Käufer zu übertragen. Des Weiteren sind Themen wie die Übergabe des Kaufobjektes, Übernahme von möglichen Einbauten und kalkulierbare Zahlungsfristen von großer Relevanz.

Auf Seiten des Käufers sind die Wunschaufgaben auch schnell formuliert. Nach finden des passenden Kaufobjektes geht es für den Käufer um einen im Kern möglichst preisgünstigen Einkauf einer Immobilie. Aus Erfahrung heraus ist der Kaufpreis oftmals ein wichtiger Indikator für eine potentielle Kaufentscheidung. Ferner gibt es weitere Wünsche, ähnlich wie beim Immobilienverkäufer, das die gesamte Abwicklung so optimal wie möglich gestaltet wird. Neben dem günstigen Kaufpreis wünscht sich ein Immobilienkäufer in der Regel auch, dass zum Beispiel Einbauten, die steuerrechtlich als mobil gelten, für die Grunderwerbsteuer separat im Kaufvertrag aufgelistet werden. Durch diese separate Auflistung im Kaufvertrag kann dieser Teil dann grunderwerbsteuerfrei veräußert werden. Beliebte Gegenstände, die steuerrechtlich als wiederverwendbar und damit mobil gelten, sind z.B. Kücheneinbauten. Hingegen sind zum Beispiel Kamin bzw. Kaminöfen in der Regel und aus der Erfahrung heraus eher schwierig, diese grunderwerbsteuerrechtlich in Abzug zu bringen.

Oftmals wünschen sich Käufer einer Immobilie auch, dass sie bereits vor Kaufpreiszahlung partiell das Kaufobjekt betreten dürfen, um zum Beispiel mit Renovierungen bzw. Sanierungen zu beginnen. Aus juristischer Sicht erscheint dieser Wunsch aber bedenklich. Dies begründet sich in der Tatsache, dass bei einer denkbaren Rückabwicklung des Kaufvertrages wegen z.B. Nichtzahlung bereits begonnene Veränderungen des Kaufgegenstands durch den Käufer wieder in den Ursprungszustand gebracht werden müssten. Wenn allerdings zum Beispiel

Rückbauthemen bereits stattgefunden haben, sind diese oft nicht mehr in den Ursprungszustand wiederherstellbar.

Am Ende wollen Immobilienverkäufer und Immobilienkäufer allerdings dasselbe... Es soll eine harmonische Kaufvertragsabwicklung im Rahmen einer „Zug um Zug“ Abwicklung, dies bedeutet Kaufgegenstand gegen Kaufpreis, stattfinden. Damit ist dann sichergestellt, dass beide Parteien zufrieden sind und den gewünschten Zweck erreicht haben.

Des Weiteren wurden die einzelnen Gruppen, die am Immobilienmarkt systemrelevant tätig sind, im Detail dargestellt. Speziell das Sachverständigenwesen nebst seiner Bewertungsverfahren wurde umfassend erläutert. Hierbei wurden die gesetzlich normierten Verfahren ebenso wie die angelsächsischen und damit nicht normierten Verfahren erläutert.

4.3 Ergebnisse der Datenrecherche seitens der Banken und der Immobiliensachverständigen

Die Banken und Kreditinstitute auf der einen und auf der anderen Seite die Immobiliensachverständigen sind bemüht, im ersten Schritt Immobilienkaufpreise im Rahmen des in § 194 BauGB normierten Verkehrswertes zu ermitteln.

Die Immobiliensachverständigen tun dies anhand gesetzlicher Grundlagen, welche in der Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) festgeschrieben sind. Ziel dieser Verfahren ist die sachverständige Ermittlung eines stichtagsbezogenen Marktwertes im Rahmen gesetzlicher Nominierungen. Der sich daraus ergebende Verkehrswert reflektiert einen Marktwert. Aus der Erfahrung der letzten Jahre ist allerdings immer wieder erkennbar, dass der sachverständig ermittelte Verkehrswert oftmals nicht den tatsächlichen Verkaufswert einer Immobilie widerspiegeln kann. Durch das Fehlen persönlicher Beeinflussungen auf Seiten des Sachverständigen entfallen bei der Verkaufswertermittlung einer Immobilie die subjektiven und damit persönlichen Wertbeimessungsmaßstäbe. Das Ergebnis ist dann ein oftmals konservativerer Gesamtwert einer Liegenschaft durch die Bewertung des Immobiliensachverständigen im Rahmen seiner gesetzlichen Vorgaben.

Die Banken und Kreditinstitute haben vom Grundsatz her ebenfalls den Wunsch nach einer realistischen Marktwerteinschätzung, ohne subjektiv beeinflusste Wertmaßstäbe. Allerdings gibt es hier noch einen wesentlich relevanteren Sachverhalt. Hier geht es nämlich um die Verauslagung von Kreditfazilitäten. Das bedeutet, dass eine Bank bzw. Kreditinstitut verifiziert einen für die Bank optimalen Wert ermittelt, in dem die Banken bzw. die Kreditinstitute bei einem potentiellen Ausfall des Kredites kein Minusgeschäft und damit keinen potentiellen Wertberichtigungsbedarf in Kauf nehmen müssen. Die sogenannte Beleihungswertermittlung, die eine Bank bzw. Kreditinstitut für eine potentielle Kredithöhe eines Immobilienkredites ermitteln muss, erfolgt auf der Grundlage der Beleihungswertermittlungsverordnung (BelWertV).

Die Differenz des sogenannten Beleihungswertes zum tatsächlichen Kaufpreis muss für die Sicherstellung eines Gesamtkaufpreises einer Immobilie in der Regel mit Eigenkapital oder Zusatzsicherheiten gedeckt werden. Nur so kann am Ende der oftmals höhere Kaufpreis am Markt mit Fremd- und Eigenmitteln finanziert werden. Zukünftig besteht die Gefahr, dass die Banken und Kreditinstitute verstärkt konservativ an die Ermittlung von Beleihungswerten herangehen werden bzw. müssen.

Durch die Coronakrise im Jahr 2020, mit den in der Hochphase der Pandemie stockenden Immobilienmarktaktivitäten von allen Marktteilnehmern, wurde plötzlich sehr deutlich klar,

dass sich Immobilienkaufpreise nach dem letzten Verwöhn-Jahrzehnt gefühlt über Nacht auch wieder rückläufig entwickeln können. Dieser Schockmoment, der damit in den Banken und Kreditinstituten wieder Einzug gehalten hat, lässt Banken und Kreditinstitute nunmehr konservativer und pessimistischer an die Kreditentscheidungen herangehen. Die bankinternen Korrekturgrößen mit seinen konservativeren Ansätzen reflektieren aktuell nicht den tatsächlichen Verkäufermarkt mit seinen teilweise noch sehr hohen Kaufpreiswünschen. Dennoch ist klar erkennbar, dass die Banken präventiv und vorausschauend angefangen haben, Immobilienfinanzierungen gebremst konservativer an Bankkunden zu verauslagen. Die Konsequenz daraus könnte eine reduzierte Nachfrage nach Kreditfazilitäten und damit nach Immobilien mit sich bringen. Dies muss allerdings zum gegenwärtigen Zeitpunkt mit einem Fragezeichen umschrieben werden, da niemand weiß wie sich der Immobilienmarkt zukünftig verändern wird.

Eins bleibt allerdings klar erkennbar: Der Wunsch nach den eigenen vier Wänden und damit einhergehend auch die eigene Vermögenssicherung scheint nach wie vor ungebrochen zu sein. Neben allen Turbulenzen in der Wirtschaft, speziell in Zeiten der Pandemie, sind die Leute hochmotiviert ihr Vermögen in „sichere Häfen“ zu investieren. Welchen Weg also der Immobilienmarkt in 2020 und 2021 einschlagen wird ist auch mit hellseherischen Fähigkeiten nur schwer vorhersehbar und aller Voraussicht nach auch erst dann verlässlich zu beantworten, wenn es persönlich erlebt wird!

5 Diskussion und Schlusswort

1. Welches Szenario erwartet uns im Jahr 2020 bezüglich des Immobilienmarktes in Deutschland und wie entwickeln sich die Preise?

Nach wissenschaftlich fundierter Literaturrecherche und der Auswertung einschlägiger Fachberichte erscheint eins ziemlich klar zu sein: Die weltweite Pandemie durch den „Corona-Virus“ stoppte abrupt und völlig unerwartet den Höhenflug des Immobilienmarktes des letzten Jahrzehnts. In den Jahren ab 2009 bis in die heutige Zeit hinein haben sich Kaufpreise von Liegenschaften drastisch nach oben entwickelt, wie bereits zuvor dezidiert dargelegt, teilweise unbegründet und teilweise durch intrinsische und extrinsische Wertsteigerungsmaßnahmen. Quasi sämtliche Marktteilnehmer wollten am „Immobilien Roulette“ teilnehmen und gefühlt risikolos Erträge generieren. Dass dies natürlich nicht in allen Fällen funktioniert hat sollte jeden wirtschaftlich denkenden Menschen klar sein. Dennoch...die sich immer weiter nach oben drehende Preisspirale wollten Anleger jeglicher Couleur für sich nutzen. Als dann im März quasi über Nacht das öffentliche Leben, und damit auch mehr oder weniger der Immobilienmarkt zum Erliegen kam, haben alle den Atem angehalten. Dank der aktuellen Lage sind Immobilienbesichtigungen, die über Deutschland verteilt sind, je nach Bundesland, nur sehr schwer durchführbar bis unmöglich. Auch andere wichtige Wirtschaftsbereiche in Deutschland sind zum Erliegen gekommen und damit wird die Angst, dass wir in eine Rezession verfallen, tagtäglich größer. Zum Beispiel mussten zur Finanzkrise vor gut zehn Jahren bis zu 1,4 Millionen Angestellte in Kurzarbeit geschickt werden. Laut der Bundesregierung wird in der Corona Krise mit 2,1 Mio. Menschen in Kurzarbeit gerechnet. Die Konsequenzen daraus sind die Angst bzw. Sorge um den eigenen Arbeitsplatz. Dies geht natürlich einher mit einer verminderten Kauflust, da aktuell das Gefühl besteht, dass man nicht weiß, ob man morgen noch seinen Arbeitsplatz hat. In manchen Berufszweigen bestehen tatsächlich auch deutlich Existenzängste. Dadurch entsteht natürlich auch eine verminderte

Lust, sich neu zu verschulden. Dies beginnt im Kleinen bei der Überlegung, ob man sich neue Konsumgüter zugelegt und endet dann auch im Immobilienbereich mit der Kernfrage: Soll ich diese Immobilie jetzt zu diesem hohen Preis noch kaufen?

Aktuell gibt es viele Spekulationen, dass der Immobilienmarkt mit seinen Kaufpreisen etwas zurückkommt. Dies bedeutet, dass man erwartet, dass die Kaufpreise stagnieren oder sich reduzieren können. Andere wiederum beschreiben nur einen moderaten Rückgang in den 50 größten deutschen Städten. Diese Information wurde vom Institut der Wirtschaft in Köln in einer Pressemitteilung vom 19. April 2020 im Markt verbreitet. Laut dieser Studie würde im Worst-Case-Szenario ein Einbrechen der Wohnimmobilienpreise „nur“ um bis zu 12 % stattfinden. Ferner kommuniziert der Leiter des Kompetenzfelds Finanzmärkte und Immobilienmärkte, Prof. Dr. Michael Voigtländer, dass je stärker die Wirtschaft einbricht sich auch die Immobilienpreise stärker nach unten entwickeln werden. Weiter fallende Kreditzinsen für Kreditfazilitäten bremsen allerdings diesen Preisverfall. Vieles wird also nunmehr maßgeblich mit von der gesamten Dauer der Corona Pandemie ausgehen. Ferner werden auch die jeweiligen Einschränkungen des öffentlichen Lebens dazu führen, dass Kaufentscheidungen vertagt werden müssen. Um also am Ende verlässlich beurteilen zu können, wie sich Immobilienkaufpreise im 2020 entwickeln werden, muss die Corona Pandemie mit ihren Nebenerscheinungen ganz genau beobachtet und analysiert werden. Wie so oft in der Vergangenheit wird man erst objektive Klarheit bekommen, wenn man die entsprechende Krise rückwirkend betrachtet. Bis dies allerdings verlässlich möglich erscheint, wird noch eine ganze Zeit vergehen müssen.

2. Von welchen Entwicklungen werden die Immobilienkaufpreise beeinflusst?

Diese abschließende Frage kann man normalerweise gut mit betriebswirtschaftlichen- und volkswirtschaftlichen Fakten dezidiert beschreiben. Üblicherweise beeinflussen Kapitalmarktzinsen und damit auch Hypothekenzinsen der Kreditfazilitäten die Immobilienpreise. Ferner auch differenzierte Konjunkturdaten in Form von Arbeitslosenzahlen, Konjunkturbarometer und deren Trends. Des Weiteren spielen auch die Kreditvergabepolitik der Banken eine wichtige und maßgebliche Rolle. Diese begründen sich z. B. durch die Refinanzierungssätze bei der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt am Main und auch die bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen nach Basel III und zukünftig Basel IV spielen hier eine motivationsrelevante Vergaberolle.

Durch all diese Punkte regelt sich der Markt über Angebot und Nachfrage. Hier gelten generell betriebswirtschaftliche Grundgedanken nach dem Motto „je größer das Angebot von Immobilien desto geringer können Immobilienkaufpreise bei unveränderter Nachfrage ausfallen“. Die gegenläufige Situation dazu wäre ein deutlich verknapptes Immobilienangebot bei einer gleichbleibenden bzw. stärker werdenden Nachfrage. Diese Situation, viele Nachfrager und wenig qualitative Immobilienangebote, gab es nunmehr seit vielen Jahren im Markt. Die Coronakrise wirbelt gerade diese Grundprinzipien von Angebot und Nachfrage der Immobilienwirtschaft durcheinander. Aktuell ist der Immobilienmarkt durch die verheerende Pandemie deutlich verlangsamt aktiv. Wann sich dieser Sachverhalt nachhaltig ändern wird, ist erst im Verlauf des Jahres 2020 erkennbar. Bis dahin gilt in gewisser Art und Weise ein „Immo-Ausnahmestand“.

Hier bleibt es also spannend, wohin sich der Immobilienmarkt und damit die Immobilienkaufpreise durch die aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen unter der Pandemie

entwickeln werden und zu welchen Beeinflussungen es in den Monaten des Jahres 2020 noch kommen wird. Einen maßgeblichen Einfluss wird auch die Bundesregierung auf diese Entwicklung haben. Deswegen macht es großen Sinn, die Entscheidungen der Bundesregierung mit Angela Merkel an der Spitze genauestens im Auge zu behalten, umso zu mindestens ein wenig zu versuchen, was uns die Zukunft bringt.

Acknowledgement

The article is an output of research project VEGA MŠ SR No. 1/0240/20 „Financial Aspects of Sustainable Business – Enterprise Succession Solution for Small and Medium-sized Enterprises“.

References

Brachinger, H. W. (2002). *Statistical Theory of Hedonic Price Indices*. DQE Working Papers 1. Department of Quantitative Economics, University of Freiburg/Fribourg, Switzerland, revised Aug 2003.

Bundesgesetzblatt. (2020). *Gesetz zur Abmilderung der Folgen der COVID-19 Pandemie im Zivil-, Insolvenz- und Strafverfahrensrecht*. Jahrgang 2020, Teil I, Nr. 14, ausgegeben zu Bonn am 27. März 2020, Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. Online: https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBl&start=//%5B@attr_id=%27bgbl120s0569.pdf%27%5D#__bgbl__%2F%2F%5B%40attr_id%3D%27bgbl120s0569.pdf%27%5D__1604581642362 – Oktober 2020. [accessed 07.05.2020].

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz. (2020). *Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken* nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes (Beleihungswertermittlungsverordnung – BelWertV). <https://www.gesetze-im-internet.de/belwertv/BJNR117500006.html>. [accessed 30.10.2020].

Bundesinstitut für Bau – Stadt – und Raumforschung BBsR. (2020). Online: https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/ueber-uns/bundesinstitut/_node.html – August-September 2020. [accessed 30.10.2020].

Eurostat (2020). *Statistische Daten zum Immobilien- und Finanzmarkt*. Online: <https://www.statista.com> – März-September 2020. [accessed 30.10.2020].

IFO (2020). *Ifo Geschäftsklima Deutschland*. Online: <https://www.ifo.de/umfrage/ifo-geschaeftsklimaindex> – März-September 2020. [accessed 30.10.2020].

Kleiber, W. – Fischer, R. – Werling, U. (2019). *Verkehrswertermittlung von Grundstücken*. Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Marktwerten (Verkehrswerten) und Beleihungswerten sowie zur steuerlichen Bewertung unter Berücksichtigung der ImmoWertV. Köln: Reguvis Fachmedien (Verlag), 2019. ISBN 978-3-8462-1070-3.

Statista (2020). *Statistische Daten zum Immobilienmarkt*. Online: <https://ec.europa.eu/eurostat> – März-September 2020. [accessed 07.05.2020].

Statistisches Bundesamt, Destatis. (2019). https://www.destatis.de/DE/Home/_inhalt.html – März-April 2020. [accessed 07.05.2020].

Hartmut Goldau

Comenius University in Bratislava
Faculty of Management
Odbojárov 10,
820 05 Bratislava
Slovak Republic
e-Mail: hartmut.goldau@bellheim-ag.de

Peter Markovič, prof. Ing., PhD.

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Corporate Finance
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-Mail: peter.markovic@euba.sk

Martin Novák, Mgr, PhD.

University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Department of Management
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak Republic
e-Mail: martin.novysedlak@euba.sk

The Impact of EU Economic and Fiscal Policy Coordination on Individual States

Anna Harumová

Abstract

This document develops a new approach to studying the impact of the coordination of economic and fiscal policies of the European Union on individual states. States use tools in their economic policy to prevent macroeconomic imbalances, as well as prevent them from deepening, if they have already occurred. In order to realize economic policy objectives, its responsible actors have a number of instruments. Tax policy is part of the economic policy of the state and, in the strict sense, taxes are an instrument of fiscal policy. Recent developments in the European Union's tax policy are a change in its course. The primary objective is no longer tax harmonization, but fairness of taxation, combating the erosion of tax bases and shifting profits. The aim of the paper is to investigate the BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) initiative aimed at preventing the tax base and profit shifting to gain tax benefit or to use loopholes in national tax legislation, as well as the impact and implementation of these initiatives in Slovakia and the world.

JEL Classification: M41, H21, H22

Keywords: economic policy, fiscal policy, tax policy, BEPS

1 Introduction

Economic science, like other scientific disciplines, has a history of development that dates back to the distant past. Its importance is constantly growing, because we are currently facing important issues of human civilization. In order to move in the right direction, it is important to build on the knowledge of the economic giants of the past, but on the other hand, we must also focus on the economic directions that present solutions with a view to the future.

Economic theories bring the views of well-known economic representatives to the principles of functioning of the market economy. The main attention is paid to the interpretation of those concepts that influence modern economic theory and participate in the formation of economic policy (Lisý, 2016). Economic policy is a summary of objectives, instruments, decision-making processes and measures of the state in individual areas of economic life in a given period. Part of economic policy is fiscal policy, which is the process of seeking optimal measures in public finances that help to mitigate cyclical fluctuations in the development of the national economy and contribute to economic growth. The main instrument of fiscal policy is the state budget. The state budget is the state centralized monetary fund, the balance of income and expenditure, where the highest and the most significant share of income is taxes (Harumová, 2002).

The current problems of fiscal policy are addressed at a transnational level and their role is to ensure fair revenues of the national budgets of individual countries. The prerequisite for achieving this goal is to analyse the current state of tax planning, define the nature of aggressive tax planning, define the principles of using holding structures for tax planning, define the essence of international tax planning, analyse ways of using tax havens in tax planning, analyse ways of international tax evasion international regulation of tax planning by introduction of BEPS, clarify the essence of the BEPS action plan and its individual measures, define the legal regulations governing this issue in Slovakia and abroad.

2 Current state of the solved problem at home and abroad

The situation of the fiscal policy debate has changed over the last decade, with academics and international organizations moving away from the "old view" of fiscal policy as ineffective. This column shows examples from the US and Europe to underline the five principles of the "new perspective" of fiscal policy, which increasingly appreciate that expansive fiscal policy is effective in a world of sustainably low interest rates, low growth and strong international ties (Furman, 2016). Other authors have also dealt with the interest rate half (Holston et al. 2016; Summers, 2014; Teulings and Baldwin, 2014).

Some economists have supported fiscal stimuli in the past (Blinder and Solow, 1973). In modern academic macroeconomics they reject the effects of fiscal policy on macroeconomics (Barro, 1974; Ball and Mankiw, 1995; Blinder and Yellen, 2001; Alesina and Ardagna, 2010). If monetary policy is constrained, fiscal policy can be effective because monetary policy does not partially offset fiscal policy using interest or exchange rates (Hall, 2009; Christiano et al. 2011; Woodford, 2011). The state budget revenue and expenditure multipliers were examined (Ramey and Shapiro, 1998; Blanchard and Perotti, 2002; Ramey, 2011; Nakamura and Steinsson, 2014).

Top politicians, the media, and increasingly society around the world, are addressing the issue of multinational tax planning (MNEs). It is these multinational giants that most often exploit the gaps in the tax systems in the countries in which they operate to artificially lower the tax base and thus the taxable income or the transfer of income to countries with lower tax burdens in which they do not actually carry out any in order to obtain a certain tax advantage. In response to this issue, the BEPS Action Plan (Cotrut, 2015) was created in July 2013).

The action plan to combat tax base erosion and profit transfer is an OECD project and is currently a global reform of the tax system. Several of the measures of the Action Plan have already been incorporated into Slovak legislation. For example, since 2015, the so-called low capitalization, thus limiting the use of interest as a cost item for tax purposes. Specialists in transfer pricing were trained in the financial report. Among the measures aimed at tax havens, it is the incorporation of CFC rules. The aim of these measures is to tax the income of mail-box companies registered in tax havens owned by Slovak residents (Kuruc, 2016).

Tax planning is an optimization of tax and levy obligations, in particular income tax payable, in accordance with the applicable tax regulations of a given state, aimed at minimizing taxes and maximizing net profit as a source of internal business financing. The income tax payable is influenced by several factors, the most important of which is the tax base, which is the basis for calculating the income tax payable, the eligibility of tax expenditures (tax deductible items), as well as tax exemptions and reliefs (Harumová, 2019).

Aggressive tax planning is considered to be a transaction or a certain structure that has no economic justification, it is "artificial" and in this case it can be assumed that it was created for the purpose of tax reduction. In such a case, there is a situation that is contrary to tax legislation. Thus, if firms carry out transactions or certain structures that are economically or commercially justified, there are real reasons for this kind of transaction or structure, while the company at the same time achieves a certain tax advantage in that country over another country, in which case, 2011).

Automatic tax information is used to share company tax data from different countries. As a result, the authorities can detect much more efficiently, easily and transparently if such a company has high profits in a country but has no operating costs or staff, and therefore such a company is aggressively tax planning in Makarova (2016).

The EU tax policy strategy is explained in the Commission Communication entitled 'Tax policy in the European Union - priorities for the years to come. The power to introduce,

abolish or adjust taxes remains with the Member States. Each Member State is free to choose the tax system it considers most appropriate if it complies with EU rules. Within this framework, the main priorities of EU tax policy are the removal of tax obstacles to cross-border economic activity, the fight against harmful tax competition and tax evasion and the promotion of closer cooperation between tax administrations in ensuring control and combating fraud.

Greater coordination of tax policy would ensure that Member States' tax policies contribute to the broader EU policy objectives, as set out in the Europe 2020 strategy for smart, sustainable and inclusive growth and in the Single Market Act.

One of the groundbreaking EU legislative initiatives in the field of corporate taxation in recent years has been the Council Directive (EU), known as the Anti-Tax-Avoidance Directive (ATAD), of 12 July 2016 laying down rules against tax avoidance practices that have a direct impact on the functioning of the internal market. The text of the adopted directive incorporates a group of institutes (in terms of the terminology of the anti-avoidance directive), namely: restrictions on deductibility of interest, exit taxation, general anti-abuse rule, rules for controlled foreign companies and anti-hybrid non-compliance rules.

3 Research Design

The issue of tax planning is a challenging and constantly changing area not only in the local, but in the current world of globalization and interconnection of economies, especially internationally. All the information contained in the article is supported by scientific literature from book publications, Internet sources and currently valid legislative standards, whether at national or international level. Due to the frequent change of legislation, especially in the area of tax planning at the international level and the difficulty of the timeliness of all sources, internet sources were also used when writing the article.

When writing an article, we often encounter differences in the implementation of individual measures within the framework of Slovak and international tax legislation. Due to the difficulty and variety of the topic, several research methods were used in the creation of the article. In particular, the methods of analysis and research have been used to draw attention to the current state of affairs at home and abroad, as well as the baseline situations that preceded the development of the BEPS Action Plan. The method of analysis, supplemented by the observation method, has also been used to in the analysis ways of international tax evasion as well as the use of tax havens and holding structures of multinationals.

The analysis and observation method was used to investigate the impact of the implementation of selected action plan initiatives on selected companies, comparing the differentiation of tax activities before and after the introduction of BEPS action measures through the comparison method. In using the abstraction method, it focused in particular on relevant analysis and comparison results revealing the necessary information and the effects of the measures in place.

By using the synthesis, we are able to perceive the interrelationships and ties between the individual steps, and also by deduction we can understand and reveal the various partial steps of tax avoidance in order to achieve a tax advantage. All the research methods used contributed to the creation of an article providing a partial but also comprehensive picture of the impact of the coordination of EU economic and fiscal policies on individual states.

4 Result of the Paper

Globalization creates differences and gaps in the tax systems of different countries. As a result, the erosion of the tax base and the transfer of profits can be facilitated through certain elements of the bilateral tax treaty system. The Slovak Republic has concluded effective double

taxation treaties with 70 partners and is currently trying to renegotiate the treaties to meet the latest requirements, including the Multilateral Instrument (MLI). A multilateral instrument is a legal multilateral treaty by which the bilateral treaty articles can be modified in the following areas:

- Neutralizing the effects of hybrid schemes (Action 2 of the BEPS Action Plan),
- Avoiding the benefit of double taxation treaties in undesirable situations (Action 6 of the BEPS Action Plan),
- Avoiding the establishment / existence of a permanent establishment (Action 7 of the BEPS Action Plan),
- Taxation Dispute Settlement Mechanism (Action 14 of the BEPS Action Plan).

Multilateral instrument (MLI) is Action 15 of the BEPS Action Plan. Action 6 and Action 14) are the minimum standard to be implemented in the double taxation avoidance agreements covered. 94 countries were involved in this activity. The multilateral instrument is a more effective instrument for renegotiating existing bilateral double taxation treaties (currently more than 3 000 treaties are valid worldwide) than updating these treaties separately at bilateral level. MLI, for the Slovak Republic MLI entered into force on 1 January 2019.

4.1. Case study - Reducing Erosion of the Tax Base by limiting Interest Costs

Measures to reduce the erosion of the tax base by means of interest costs are addressed in measure no. 4 of the BEPS Action Plan. At the same time, this issue is also addressed in Art. 4 ATAD. The Slovak Republic regulates this issue in the Income Tax Act. In addition to the Income Tax Act, the Directive regulates, amends and supplements the Tax Administration Act (Tax Code), which has been amended since 1 January 2019. On the basis of Art. In accordance with Article 4 (4) of the ATAD (interest limitation) directive, the cost of credit financing may be applied to all creditors in the calculation of the tax base as a deductible item, subject to the following limits:

- at the maximum 30% EBITDA
- at the maximum of € 3 000 000,00.

Pursuant to the Income Tax Act, the tax legislation of the Slovak Republic allows for the deduction of interest expenses on credit financing from related parties in the amount of 25% of the EBITDA indicator. As the ATAD Directive refers to limiting the deductibility of interest expense on debt financing from all persons, not just from related parties, the Slovak Republic is likely to introduce an amendment to the Income Tax Act from 2021, requiring businesses to apply limitations on the amount of deductible interest expense on credit financing for all lenders. This amendment arose as a result of circumventing the wording of the previous measure and thus circumventing the custody of related parties through an intermediary (e.g. a bank) to which the above interest rate limitation did not apply. The limitation of the amount of deductible interest expense on debt financing was due to companies being forced to invest more capital in equity rather than to external sources and thus to prevent them from being undercapitalised. The aim is to avoid any "artificial interest" arising from high-interest loans between individual entities whose main purpose is to reduce the tax base in a country with a higher tax burden through such interest, which is a deductible item.

Case study assignment

We will illustrate this issue through a model case study at the fictitious company AAA. The subsidiary AAA with its registered office in the Slovak Republic plans to build a new production hall in the territory of the Slovak Republic in the amount of € 5,500,000.00. The construction of this property will be financed through a short-term loan from the parent

company. The parent company ABC, based in Cyprus, provided a subsidiary with a loan of € 5,500,000.00 at a market interest rate of 10.00% p. a.

Table 1

Calculation of Profit or Loss of AAA

Indicator	EUR
Total revenues	1 160 000,00
Total cost	1 100 000,00
of which: Depreciation	250 000,00
of which: interest (5 500 000. 0,1)	550 000,00
Profit / loss for the accounting period before taxation	60 000,00
Income tax (21%)	12 600,00
Profit for the period after tax	47 400,00

Source: own processing

Calculation of Annual Interest on the Loan

At an interest rate of 10.00% p. a. the loan of EUR 5 500 000 is the annual interest cost of EUR 550 000 paid by the subsidiary AAA to the parent company ABC. Due to the complexity and length of the calculation of the tax base, taking into account all attributable and deductible items with the intention of pointing out only the significant impact of the tax non-taxable interest limitation, we will abstract from all other deductible and creditable items throughout the calculation.

Amount of Tax Liability before the Introduction of the Restriction

Before introducing or, in the absence of a limitation on the amount of non-taxable (deductible) interest expense on debt financing and abstracting from all other deductible and imputable items that may also materially affect the tax base, AAA could reduce its tax base by the total amount of interest paid loans of 550 000,00 Eur. On this basis, it would pay to the state budget the income tax due in the amount of EUR 12 600 and the economic result for the post-tax accounting period would be EUR 47 400.

Amount of Tax Liability after Introduction of the Restriction

As it is a parent company ABC loan of its subsidiary AAA, we are talking about a loan between related parties covered by measure no. 4 of the BEPS Action Plan as well as Art. 4 of the ATAD Directive and, under Slovak legislation, the Income Tax Act, under which only interest expense in the amount of 25% of tax EBITDA can be deducted as a deductible item in Slovakia. To be able to calculate the tax liability of AAA, taking into account the limitation of the application of interest, it is necessary to first calculate EBITDA and then determine how much of the loan interest will be taxed (will reduce the tax base) and).

Table 2

Calculation of AAA's Tax and Non-Tax Interest

Indicator	EUR
Profit / loss for the accounting period before taxation	60 000,00
Depreciation (+)	20 000,00
Interest (+)	550 000,00
EBITDA	630 000,00
Tax interest (maximum 25% EBITDA)	157 500,00
Non-tax interest (550 000 -157 500)	392 500,00

Source: own processing

According to Table 2, the tax expense interest of up to 25% of the tax EBITDA is EUR 157 500 and the non-tax expense interest of 75% of the tax EBITDA is EUR 392 500.

Table 3

Calculation of the Tax after adding Non-Tax Interest to AAA

Indicator	EUR
Profit / loss for the accounting period before taxation	60 000,00
Non-tax interest (+)	392 500,00
Tax base	452 500,00
Income tax (21%)	95 025,00

Source: own processing

According to Table 3, after adding non-tax interest of EUR 392 500 to AAA's tax base, the tax will be increased by EUR 82 405 (95 025 - 12 600).

Table 4

Calculation of Profit or Loss of AAA after the Introduction of Measures

Indicator	EUR
Profit / loss for the accounting period before tax (profit)	60 000,00
Income tax (21%)	95 025,00
Profit / loss for the accounting period after tax (loss)	- 35 025,00

Source: own processing

Due to the increased tax liability of AAA, the profit / loss has changed. Instead of the original profit of EUR 47 400.00, the company achieved a loss of - EUR 35 025 at the end of the taxable period. The total negative impact of this measure on the company's equity is EUR 82 425, which is the value of the tax increase.

Table 5

Quantification of the Impact of the Measures in Place

	Before EU action		After EU action			
Company	Tax	Profit	Tax	Profit	Impact on the state Slovakia	Impact on the AAA
AAA - SK	12 600	47 400	95 025	-35 025	82 425	-82 425
ABC - Cyprus	-	-	-	-	-	-

Source: own processing

On the basis of the above, it can be seen that the unjustified indebtedness of an undertaking through external resources and thus a reduction in the tax base by means of interest payments are not beneficial to the undertaking after the appropriate measures have been put in place. In this case, it would be more effective for the enterprise to move the loan into equity, thereby reducing the company's leverage ratio and thus the overall indebtedness of the enterprise, which would ultimately increase its strength and market stability. The measure has negative effects on business entities while limiting the deductibility of interest expense from debt financing. In particular, in the case study, AAA will pay more by EUR 82 425 (95 025 - 12 600) in addition to its loss. However, the measure is beneficial for the state budget in the source country (Slovakia), which will receive EUR 82 425 higher tax amount.

4.2 Case Study – Hybrid Inconsistencies and Structures

The problem of hybrid inconsistencies and structures is addressed in measure no. 2 of the BEPS Action Plan and Article 9 of the ATAD. The Slovak Republic incorporated this issue

into the tax legislation of the Slovak Republic in the Income Tax Act. Hybrid mismatch means the difference in the assessment of the same transaction by two different business entities, in different countries, resulting in double non-taxation on both sides, which in turn results in a tax advantage for both business units. The aim of these measures is to neutralize such hybrid mismatches by avoiding a reduction in the tax base by multiple application of the same cost (expenditure, losses, etc.) in different countries without corresponding taxation in one of the countries. By introducing measures, the beneficiary country will be obliged to look at the given income (company) according to the legislation in force in the country of the source of income.

Case Study Assignment

We will illustrate this issue through a model case study on fictitious companies - the parent company ABC based in the Netherlands and the subsidiary AAA based in the Slovak Republic. The parent company ABC, based in the Netherlands, provided a loan of EUR 5 500 000.00 to its subsidiary AAA based in the Slovak Republic at the current market interest rate of 0.03% p. a. The amount of interest (or dividends) paid by AAA to the parent company ABC will be EUR 165,000.00. Under the Financial Instrument Agreement between Parent ABC and AAA Subsidiary, the Parent Company may at any time decide to reclassify this debt instrument as an equity loan and hence a financial investment in the form of a shareholding in the subsidiary AAA. For a parent company, there may be two assumptions:

1. Assumption

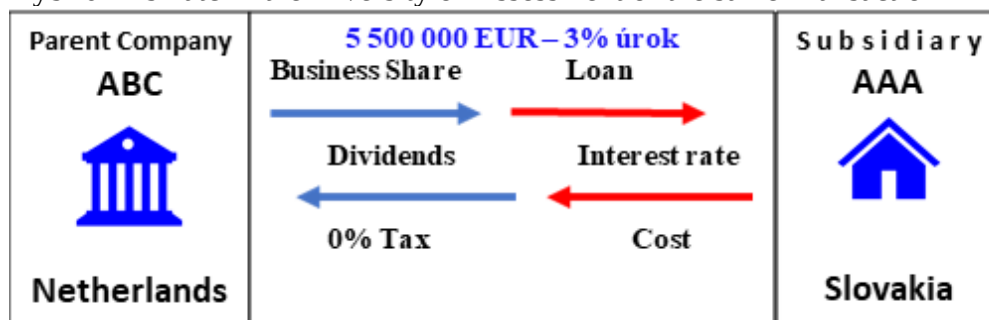
The Parent Company considers this debt transaction to be a loan to a subsidiary to which the interest income (income), which represents taxable income for it, is linked to it. ABC's parent company is based in the Netherlands, which will apply a 20% Dutch withholding tax on credit interest (if the profit is met up to € 275,000.00, if this threshold is exceeded, the tax rate would be up to 25.50%). At a tax rate of 20%, the amount of income tax paid would be EUR 33 000.00 (EUR 165 000 0.2).

2. Assumption

The Parent Company reclassifies the transaction (loan) of EUR 5 500 000.00 and records it in its balance sheet in long-term financial assets as a business share (financial investment) and the resulting dividends, while the subsidiary records this assistance as a loan within dependent persons, from which it pays the borrower (parent company) interest expenses, which for this business unit represent a cost-reducing tax base. In this case, we are talking about the hybrid mismatch shown in the figure below.

Figure 1

Hybrid Mismatch - the Diversity of Assessment of the same Transaction



Source: own processing

In this example, we will focus on the difference in the assessment of the financial assistance provided to a subsidiary from the parent. The subsidiary AAA records this income as a loan from the parent company ABC and the related interest expense reducing the tax base. The

parent company records this expenditure as a business interest in the subsidiary and the related dividend representing income that is not subject to tax in that State on condition that the parent company has a shareholding in the subsidiary (more than 25%). At the same time due to the Slovak tax legislation, according to which dividends between two legal entities are not taxed.

Amount of Tax Liability before the Introduction of the Restriction.

Notwithstanding the measures currently in force, in the absence of such measures or if they were not incorporated into the applicable tax legislation, the calculation of the tax liability from the above transaction of individual companies would be as follows:

- subsidiary AAA would pay a lower income tax (EUR 165 000.00, 0.21) if it applied the full amount of interest expense arising from the borrowing and reducing the tax base by EUR 165 000.00;
- ABC the parent company ABC would, in view of the above-mentioned application of the rules between the parent and the subsidiary, pay zero tax on its income in the form of dividends of EUR 165 000.00 arising from the shareholding in the subsidiary and would therefore not be liable for that transaction;

As we can see in the example above, there is a situation in which the country of the source of expenditure is tax-deductible and, at the same time, the income flowing to the other country is not taxed and thus double taxation.

Amount of tax Liability after Introduction of the Restriction

The introduction of rules against hybrid mismatches has eliminated the assessment mismatch, which makes tax deductibility of interest possible in only one Member State. In the case of a double deduction due to a hybrid non-compliance, the deduction shall be granted only in the Member State where the payment has its source, that is to say in Slovakia. This procedure is only possible if the other Member State includes the transaction in its tax base, otherwise the source State does not allow the tax base to be reduced.

If ABC had not taxed the transaction in the Netherlands, the Slovak company AAA would not be able to claim a reduction in the tax base through interest expense of EUR 34 650.00. The amount of interest paid would be a creditable item and AAA will pay EUR 34 650.00 higher income tax. Otherwise, if the Dutch company taxed its income, in this case it would pay a EUR 33 000.00 higher income tax, which represents income to the national budget of that State, by a 20% income tax. In such a case, the Slovak undertaking could already apply a reduction of the tax base by the interest paid in the amount of EUR 34 650.00.

Table 6

Quantification of the Impact of the Measures in Place

Before EU action			After EU action		
Company (for non-taxation in the Netherlands after the measure)	Hybrid	Tax	Tax	Impact on the state Slovakia	Impact on the AAA
AAA – SK	loan	-34 600	34 600	34 600	-34 600
ABC – Netherlands	dividends	0	0	0	
Company (of taxation in the Netherlands after measures)	Hybrid	Tax	Tax		
AAA - SK	loan	-34 600	-34 600	-34 600	34 600
ABC - Netherlands	dividends	0	33 000	0	

Source: own processing

By introducing a measure against hybrid inconsistencies, our case study has an impact on both the state and the business entity.

1. Assumption

If ABC does not tax the transaction in the Netherlands, the Slovak company AAA will not be able to claim a tax base reduction through interest expense and will pay a higher tax of EUR 34 650.00. The amount of interest paid would be a creditable item and AAA would pay EUR 34 650.00 higher income tax, which would have a negative impact on AAA. This measure has a positive effect on the State's income, which will increase by the same amount.

2. Assumption

If ABC taxed the transaction in the Netherlands, the Slovak company AAA will be able to claim a tax base reduction through interest expense and will pay a lower tax of EUR 34 650.00. The amount of interest paid would be a tax expense, which represents a positive impact on AAA. This measure has a negative impact on state revenue.

4.3 Case study - Permanent establishment

In measure no. 7 of the BEPS Action Plan and also the Income Tax Act in the case of Slovak tax legislation. Based on the above measures, regulations and international treaties, we say that if a foreign business entity carries on business in another country, in this case the Slovak Republic business activity for more than 12 months, it is obliged to register as a permanent establishment from the 1st day of this activity. for the purposes of taxing its profits from activities in that State.

Case study assignment

The Dutch company HLD will carry out the construction of a hospital worth € 6,000,000.00 in Slovakia on the basis of the Contract for Work. According to the contract, the construction time is set at 2 years (24 months). The client is the Ministry of Health of the Slovak Republic. By applying the Income Tax Act and Art. 5 of the International Double Taxation Agreement with the Netherlands - Permanent Establishment HLD will have to register as a permanent establishment in Slovakia as of the 1st day of its activity, as its business activities exceed 12 months. Due to the establishment of a permanent establishment in the territory of Slovakia, HLD will be forced to pay income tax on the relevant part of the profit for the taxation period.

Table 7

Calculation of the Income Tax of HLD for the Taxable Period

Indicator	EUR
Total revenues	6 000 000,00
Total costs (material, labor, overhead)	5 000 000,00
Profit / loss for the accounting period before taxation	1 000 000,00
Income tax (21%)	210 000,00

Source: own processing

Based on the implementation of the business (business activities) by HLD for more than 12 months and the establishment of a permanent establishment in Slovakia, the company deducts income tax of EUR 210,000.00 from the profit for the tax period in Slovakia. In order to avoid double taxation, the company will withdraw this already taxed part of the profit of EUR 1 000 000,00 from its tax base when calculating the tax liability in the Netherlands by applying the double taxation treaty.

Amount of tax Liability before Introduction of the Restriction

Prior to the imposition of measures and the associated restrictions and obligations, the obligation to register a permanent establishment was often circumvented, in particular by splitting the implementation work between several interconnected business entities so that the

12-month period of registration of the permanent establishment was not achieved. In the case study mentioned above, other related entities would also be involved in the construction in order to reduce the implementation time of individual entities, thereby avoiding the obligation of all permanent companies to register a permanent establishment in the Slovak Republic, months.

Division of realization works:

- Dutch company HLD - 10 months, profit EUR 500 000,00,
- Dutch company HLL - 7 months, profit of EUR 240 000,00,
- Dutch company HDD - 7 months, profit EUR 260 000,00.

Although the total duration of the construction works exceeds 12 months, but the partial duration of the works does not reach this threshold, none of the companies is obliged to register a permanent establishment in the territory of the Slovak Republic and thus pay income tax to the Member State, in this case, in Slovakia, but all company income will be taxed in this case in the Netherlands.

Calculation of the income tax of the Dutch company HLD on the relevant part of the profit for the taxable period in the Netherlands:

- Profit / loss (profit) EUR 500 000,00
- Income tax in NL (20%) EUR 100 000,00

Quantification of the Dutch company HLL's income tax on the relevant part of the profit for the taxable period in the Netherlands

- Profit / loss (profit) EUR 240 000,00
- Income tax in NL (20%) EUR 48 000,00

Calculation of Dutch income tax on the relevant part of profit for the taxable period in the Netherlands

- Profit / loss (profit) EUR 260 000,00
- Income tax in NL (20%) EUR 52 000,00

The total amount of tax paid in the Netherlands is EUR 200 000.

Amount of tax liability after introduction of the restriction

In response to the circumvention of the obligation to register a permanent establishment and the application of international treaties and the Multilateral Instrument (MLI), which has contributed to a consistent and rapid update of international treaties in several countries, also in this area, a change has been put in place. The multilateral instrument entered into force on the territory of the Slovak Republic on 01.01.2019. According to the measures currently in force in Art. 5 of the International Treaty with the Netherlands, it is no longer possible to assess the period of implementation of the activities of individual related parties on the same project separately, but the period of implementation of the activities of all related companies is calculated. If this period exceeds the implementation period of more than 12 months, as in our case study, each participating business entity is obliged to register a permanent establishment in the territory of the Member State concerned, in this case Slovakia, from the 1st day of its implementation. activities and, accordingly, pay tax on the relevant part of the income resulting from the activity in the territory of that State.

Calculation of the income tax of the Dutch company HLD on the relevant part of profit for the taxable period in the territory of Slovakia

- Profit / loss (profit) EUR 500 000,00
- Income tax in Slovakia (21%) EUR 105 000,00

Calculation of income tax of the Dutch company HLL on the relevant part of profit for the taxable period in the territory of Slovakia

- Profit / loss (profit) EUR 240 000,00
- Income tax in Slovakia (21%) EUR 50 400,00

Calculation of income tax of Dutch company HDD on relevant part of profit for taxable period in Slovakia

- Profit / loss (profit) EUR 260 000,00
- Income tax in Slovakia (21%) EUR 54 600,00

The total amount of tax paid in Slovakia is EUR 210,000.

As can be seen on the basis of the calculation due to the avoidance of the measures in question, undertakings no longer obtain an unfounded tax advantage by transferring profits to a country with a more favorable tax burden (in this case 20% Income tax in the Netherlands). When calculating the difference between the tax paid on the same share of profits in the Netherlands and Slovakia, we found that due to circumvention of the registration of a permanent establishment and the transfer of profits to the Netherlands and the resulting more favorable tax burden, companies paid EUR 10,000.00 less while there was no income to the state budget of the Slovak Republic.

Table 8

Quantification of the impact of the measures in place

Before EU action		After EU action	
Company	Tax	Tax	Impact on the state Slovakia
Dutch companies - Slovakia	0	210 000	210 000
Dutch companies - NL	200 000	0	-210 000

Source: own processing

Taxation according to this case study does not affect the business entity in Slovakia only on state revenue. Prior to the imposition of measures on a permanent establishment, Dutch companies could tax their income at home at a lower tax rate. Following the introduction of measures, it is not possible to avoid a permanent establishment and tax them abroad. As a result, Dutch companies are taxed in Slovakia and the State thus receives a tax of EUR 210 000.

Based on the case studies presented, it can be concluded that the coordination of EU economic and fiscal policies (especially in the area of taxation) has a good impact on individual states. The aim is to achieve fairer corporate taxation in the EU and better adapt it to the modern digital economy in the internal market. Current political priorities in the field of international taxation include ensuring the payment of tax in the country where profits and values are generated.

5. Discussion and conclusion

It is known that the European Commission closely monitors economic developments in the EU Member States and the world economy. It also monitors possible problems such as risky or unsustainable policies or declining competitiveness. Therefore, the countries of the European Union, especially those using the Euro, coordinate their economic and fiscal policies throughout the year in order to harmonize their common objectives and obligations. An important part of fiscal policy is tax policy, which is currently a topical issue. While globalization brings enormous advantages and opportunities, it also means that Europe must face increased competition with all traded goods and services. In addition to increased competition, member countries are deprived of public finances because profits generated in their countries are taxed (not taxed) in other countries.

Through tax planning or tax optimization, businesses are increasingly trying to reduce their tax liability to the state, and therefore the main objective of tax planning is to minimize tax liability and maximize net profit, which is a significant internal source of funding. For this reason, businesses often choose some of the ways to apply aggressive tax planning, such as lowering the tax base through artificially created cost items (most commonly "artificially" cost interest on loans) or "artificially" structures, shifting profits to more profitable countries (the establishment of a subsidiary, permanent establishment or 'box office' in a country with a lower tax burden and hence tax havens, as well as the use of gaps or the diversity of tax legislation).

The European Union's ATAD Directive, which specifies a number of BEPS areas, as well as international double taxation treaties aimed at establishing the conditions for tax cooperation between Member States, contributes significantly to combating aggressive tax planning. There is also a multilateral instrument to help to update a large number of international double taxation treaties between several countries quickly and consistently. In Slovakia, this issue is regulated in particular by the Income Tax Act or the Tax Code. The increasing number of entities and abuses of tax legislation led to the initiative of the draft BEPS action plan to combat aggressive tax planning and its implementation into the relevant tax legislation of Member States.

Through the case studies, the article seeks to highlight the necessity of individual BEPS measures to ensure an equal business environment for all business entities, as well as changes and impact as a result of implementing these measures on selected businesses through which we have been able to quantify impact, overall impacts and change. the tax liability imposed by the implementation of measures to reduce aggressive tax planning. These measures also greatly affect the tax policies of states, which form a substantial part of fiscal policy.

Acknowledgement

The paper is the outcome of the grant project of the Ministry of Education of the Slovak Republic KEGA project No.025EU-4/2018 "Systematic knowledge transfer in the field of economic knowledge and forensic expertise.

References

Alesina, A. – Ardagna, S. (2010). Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. *Tax Policy and the Economy*. Vol. 24, Issue 1, pp. 35-68. ISSN 0892-8649.

Ball, L. – Mankiw, N. G. (1995). *What Do Budget Deficits Do?* Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy Symposium – Jackson Hole, <https://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/symposiums/escp-1995>. [accessed 10.09.2020].

Barro, R. J. (1974). Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*. Vol. 82, Issue 6, pp. 1095-1117. ISSN 0022-3808.

Blanchard, O. – Perotti, R. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117, Issue 4, pp. 1329-1368. ISSN 0033-5533.

Blinder, A. S. – Solow, R. M. (1973). Does Fiscal Policy Matter? *Journal of Public Economics*. Vol. 2, Issue 4, pp. 319-337. ISSN 0047-2727.

Blinder, A. S. – Yellen, J. L. (2001). *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*. New York: Century Foundation Press, 2001. ISBN 9780870784675.

Brown, K. B. A. (2011). *Comparative Look at Regulation of Corporate Tax Avoidance*. Springer: Dordrecht, 2011. ISBN 978-94-007-2341-2.

Cotrut, M. (2015). *International Tax Structures in the BEPS Era: An analysis of Anti-Abuse Measures*. Amsterdam: IBFD, 2015. ISBN 978-90-8722-333-5.

Furman, J. (2016). The ‘New View’ of Fiscal Policy and Its Application. Remarks at the *Conference on Global Implications of Europe’s Redesign*, New York, October 5, 2016. https://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/page/files/20161005_furman_suerf_fiscal_policy_cea.pdf. [accessed 10.09.2020].

Harumová, A. (2019). *Theory of financial management of holding*. Lewes: Ecoletra.com, 2019. ISBN 978-1-64467-138-2.

Harumová, A. (2002). *Taxes in theory and practice*. Bratislava: Iura Edition, 2002. ISBN 80-89047-39-4.

Hall, R. E. (2009). By How Much Does GDP Rise if the Government Buys More Output? *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol. 40, Issue 2, pp. 183-249. <https://www.brookings.edu/bpea-articles/by-how-much-does-gdp-rise-if-the-government-buys-more-output/> [accessed 10.09.2020].

Holston, K. – Laubach, T. – William, J. C. (2016). *Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants*. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2016-11. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2016-11.pdf>. [accessed 10.09.2020].

Christiano, L. – Eichenbaum, M. – Rebelo, S. (2011). When is the Government Spending Multiplier Large? *Journal of Political Economy*. Vol. 119, Issue 1, pp. 78-121. ISSN 0022-3808.

Kuruc, R. (2015). *Service taxes, not punishment*. <https://komentare.hnonline.sk/komentare/594396-dane-za-sluzby-nie-za-trest>. [accessed 10.09.2020].

Lisý, J. a kol. (2016). *Economy*. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-275-7.

Makarová, X. (2016). *Mailbox company without employees and costs will not pass*. News and Media Holding. <https://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-2016/cislo-15/schrankova-firma-bez-zamestnancov-a-nakladov-uz-neprejde.html>. [accessed 10.09.2020].

Nakamura, E. – Steinsson, J. (2014). Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from US Regions. *American Economic Review*. Vol. 104, Issue 3, pp. 753-792. ISSN 0002-8282.

Ramey, V. A. (2011). Can Government Purchases Stimulate the Economy? *Journal of Economic Literature*. Vol. 49, Issue 3, pp. 673-685. ISSN 0022-0515.

Ramey, V. A. (2016). Macroeconomic Shocks and Their Propagation. The National Bureau of Economic Research. *NBER Working Paper, No. 21978*. DOI: 10.3386/w21978.

Ramey, V. A. – Shapiro, M. D. (1998). Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 48, Issue 1, pp. 145-194. ISSN 0167-2231.

Summers, L. H. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*. Vol. 49, Issue 2, pp. 65-73. ISBN 978-1-349-57417-9.

Teulings, C. – Baldwin, R. (2014). *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London: Centre for Economic Policy Research. <https://voxeu.org/content/secular-stagnation-facts-causes-and-cures>. [accessed 10.09.2020].

Woodford, M. (2011). Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier. *American Economic Review*. Vol. 3, Issue 1, pp. 1-35. ISSN 0002-8282.

Contact data:

Anna Harumová, doc. Ing, PhD.
University of Economics in Bratislava
Faculty of Business Management
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovak republic
anna.harumova@euba.sk

Hodnotenie finančného zdravia podniku Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava aplikáciou modelu HGN

Evaluation of the Financial Health of the Company Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava by Applying the HGN model

Eduard Hyránek, Branislav Mišota

Abstract

The paper verifies the use of the HGN performance model in a selected company. The basis of the model is a combination of financial ratios. The result is a summary indicator characterizing the performance of the company with a strong emphasis on the debt of the company. We are gradually introducing the model into practical use. To do this, however, it is necessary to verify its use in several companies. This paper deals with the analysis of the financial health of a selected company using the model in question, so that we can use the knowledge from the analysis to further improve the model.

JEL classification: C53, G33

Keywords: efficiency and performance indicators, performance model, synthetic indicator

1 Úvod

Výrobná oblasť automobilových technológií, resp. odvetvie strojárnskej výroby je neustále dominantným odvetvím v slovenskej ekonomike aj v súčasných podmienkach koronakrízy. Z toho dôvodu sme si ho vybrali ako oblasť nášho záujmu k čo najobjektívnejšiemu hodnoteniu výkonnosti. Pre potreby zabezpečenia čo najvyššej objektívnosti posúdenia výkonnosti podniku neustále verifikujeme model HGN v rôznych podnikoch viacerých odvetví.

Musíme postupne eliminovať prípadné nedostatky modelu, ktoré by mohli brániť objektívnemu skúmaniu a hodnoteniu. Problémy spojené s hodnotením výkonnosti chceme ilustrovať finančnou analýzou. Vo finančnej analýze v maximálnej miere budeme využívať model HGN. Na príklade spoločnosti Hella Innenleuchten – Systeme Bratislava, s r. o. budeme verifikovať kvalitu modelu HGN pre posudzovanie výkonnosti a hľadať možnosti na jeho skvalitnenie.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

V rámci doterajšieho ekonomického výskumu boli publikované rôzne prístupy pre účely modelovania výkonnosti podnikov (Altman, 1968; Altman, & Saunders, 1997; Delina & Packová, 2013). Model HGN a jeho dve modifikácie je v praxi využiteľný pre potreby zhodnotenia finančnej situácie, resp. výkonnosti a pri tvorbe finančného plánu podniku (Hyránek et al., 2014; Grell & Hyránek, 2012; Hyránek, 2012). Z doterajších verifikácií aplikovaných na viaceré podniky, dosiahnuté poznatky potvrdzujú, že meranie výkonnosti podniku aplikáciou modelu HGN je v maximálnej miere objektívne (Hyránek et al., 2017; Hyránek et al., 2018).

Na základe doterajšieho výskumu v súvislosti s verifikáciou modelu HGN bola jednoznačne potvrdená použiteľnosť modelu v jeho základnej podobe. Potvrdilo sa to na príkladoch analýz viacerých nefinančných podnikoch vykonaných samotnými autormi, ale aj študentmi inžinierskeho štúdia Ekonomickej univerzity v Bratislave. Súčasťou seminárnych prác v rámci

predmetu Finančná analýza a finančné plánovanie študenti spracúvajú analýzu výkonnosti aj pomocou predmetného modelu v jeho základnej podobe.

3 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania

Cieľom práce je spracovať finančnú analýzu s využitím modelu HGN v podmienkach vybraného podniku – Hella Innenleuchten – Systeme Bratislava, s. r.o. Na základe analýzy identifikovať slabé stránky modelu za účelom ich eliminácie pre ďalšiu modifikáciu modelu. Zároveň tak verifikovať aplikáciu modelu v praxi nefinančných podnikov. Model neustále zdokonaľujeme testovaním na viacerých podnikoch za viac období. Výsledky nám umožňujú porovnávať aj rôzne modifikácie modelu, tak aby v konečnom dôsledku mohol byť zostavený v optimálnej verzii. V tomto príspevku sa zaoberáme vplyvom majetku na celkový finálny výsledok meraný syntetickým ukazovateľom. Posúdime vplyv majetku v obstarávacej cene a majetku po zohľadnení oprávok.

Pre účely verifikácie využime bežne používané metódy, najmä štatistickými metódami a analýzou pomerových finančných ukazovateľov. Vybraný podnik predstavuje vhodný objekt pre potreby skúmania v rámci modelu HGN. Ide o slovenský výrobný podnik, ktorý dosahuje v ostatných troch hodnotených obdobiach kladný výsledok hospodárenia.

V rámci nášho doterajšieho výskumu bola spracovaná pre potreby modelovania výkonnosti podnikov databáza účtovných závierok 233 nefinančných slovenských podnikateľských subjektov právnických osôb pre potreby základného modelu HGN (Hyránek et al., 2014; Grell & Hyránek, 2012; Hyránek, 2012) a tiež 100 veľkých podnikov pre potreby modelu HGN2 (Hyránek et al., 2017; Hyránek et al., 2018). Databáza 100 veľkých podnikov vychádzala z účtovných závierok podvojného účtovníctva za roky 2013 až 2017.

Zároveň sme spracovali podrobnejšie finančné analýzy vybraných podnikov za účelom presnejšej identifikácie finančných problémov podnikov. Na základe takto získaných poznatkov sme za účelom objektívnejšieho merania výkonnosti sme niektoré pôvodné finančné pomerové ukazovatele substituovali ich modifikáciami.

Základné ukazovatele obsiahnuté v prvotnom modeli HGN sú nasledovné:

Ukazovatele účinnosti x_i :

Rentabilita vlastného imania – x_1 ,

Podiel cash flow na tržbách – x_2 ,

Obrat celkového majetku – x_3 ,

Ukazovatele náročnosti y_i :

Viazanosť krátkodobých pohľadávok – y_1 ,

Doba splácania dlhodobého cudzieho kapitálu – y_2

Prevádzková nákladovosť – y_3 .

Vybrané dve skupiny významných a bežne používaných pomerových ukazovateľov, kde jedna skupina obsahuje tri ukazovatele efektívnosti a druhá skupina obsahuje tri ukazovatele, znižujúce efektívnosť. Ukazovatele sme vzájomne previazali, resp. syntetizovali do jedného komplexného ukazovateľa výkonnosti tak, aby v maximálnej miere vyjadroval finančnú situáciu podniku so zameraním na výkonnosť a dlhovú situáciu podniku. Syntetický ukazovateľ zároveň umožňuje komparatívne hodnotiť finančnú situáciu podnikov, resp. ich výkonnosť.

Sčítaním hodnôt ukazovateľov v jednotlivých skupinách získame agregovaný ukazovateľ efektívnosti x_i a agregovaný ukazovateľ znižujúci efektívnosť y_i . Tieto agregované ukazovatele nám poskytnú čiastkové výsledky o výkonnosti podniku z hľadiska efektívnosti a náročnosti. V zásade sumarizujeme okrem jedného ukazovateľa, homogénne ukazovatele, ktoré si vzájomne neprotirečia a ani sa nevylyčujú.

Agregovaný ukazovateľ efektívnosti x_i :

$$\sum_{i=1}^3 x_i \quad (1)$$

poskytne parciálny obraz o výkonnosti podniku z hľadiska efektívnosti.

Agregovaný ukazovateľ znižujúci efektívnosť y_i :

$$\sum_{i=1}^3 y_i \quad (2)$$

poskytne parciálny obraz o výkonnosti podniku z hľadiska náročnosti.

Keďže ukazovatele x_i vyjadrujú efektívnosť, je žiaduce, aby ich výsledné hodnoty boli čo najvyššie a ukazovatele y_i , ktoré znižovanie efektívnosti, boli čo najnižšie. Agregované ukazovatele efektívnosti x_i a ukazovatele znižujúce efektívnosť y_i jednotlivo podávajú len parciálny obraz o výkonnosti podniku a to nám nestačí. Potrebujeme komplexnejší pohľad na výkonnosť podniku. Ak agregovaný ukazovateľ efektívnosti x_i očistíme o agregovaný ukazovateľ náročnosti y_i , dostaneme syntetický ukazovateľ (SU), ktorý bude ovplyvnený hodnotami všetkých šiestich ukazovateľov. Na základe uvedeného definujeme ako výsledok modelu syntetický ukazovateľ:

$$SU = \sum_{i=1}^3 x_i - \sum_{i=1}^3 y_i \quad (3)$$

Zo spôsobu výpočtu a obsahu jednotlivých ukazovateľov logicky vyplýva, že finančne zdravý podnik s vysokou výkonnosťou bude mať aj vysoký SU. Na analýzu tohto problému sme použili adekvátny matematický aparát. Tabuľka 1 je výsledkom zisťovania intervalov výkonnosti. V tejto súvislosti je potrebné uviesť, že číslo 0 neznamena žiadnu rozdeľujúcu hranicu.

Tabuľka 1

Prehľad pre intervaly výkonnosti ukazovateľa HGN

Intervaly výkonnosti ukazovateľa HGN		
	od	do
SLABÁ	- ∞	- 6,5000
PODPRIEMERNÁ	-6,5000	-2,7000
PRIEMERNÁ	-2,7000	-0,9973
NADPRIEMERNÁ	-0,9973	-0,8001
VYSOKÁ	-0,8001	∞

Zdroj: (Hyránek, Grell, Nagy, 2014).

4 Výsledky práce a diskusia

Výsledky práce prezentujeme na nasledujúcej aplikácii modelu výkonnosti na spoločnosť Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s.r.o., ktorá sa zaoberá výrobou dielov a príslušenstva pre motorové vozidlá. Podnik patrí do odvetvia strojárstva a automobilových technológií, ktoré je výrazne dominantným odvetvím pre slovenské hospodárstvo. Treba

uviesť, že skúmaný podnik používa pre potreby účtovnej závierky účtovné obdobie hospodársky rok od júna do mája, preto sú v tabuľkách uvádzané vždy dva roky ako jedno obdobie, t. j. od 06/2017 do 05/2018 je uvedený ako 2017-2018 atď.

V Tabuľke 2 uvádzame vybrané absolútne ukazovatele podniku vstupujúce do výpočtov pomerových ukazovateľov determinantov modelov výkonnosti HGN1.

Tabuľka 2

Údaje z účtovnej závierky spoločnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s r.o.

Ukazovateľ	Údaje z účtovnej závierky (v tis. Eur)		
	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Majetok netto (pre r. 2019 - 2020 brutto 41 897 tis. Eur.)	41 581	37 882	33 775
Pohľadávky	15 489	11 060	6 069
Krátkodobé pohľadávky	14 775	10 727	5 729
Vlastné imanie	6 216	6 326	5 154
Zisk za obdobie po zdanení	3 838	3 948	2 775
Závazky	17 006	14 726	13 655
Krátkodobé záväzky	13 648	12 971	12 169
Tržby	74 978	93 420	68 996
Odpisy	928	812	931
Pridaná hodnota	11 644	11 184	10 878
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	0	0	0
Výrobná spotreba	63 470	82 456	58 082
Osobné náklady	5 345	6 435	6 469
Dane a poplatky	1	2	3

Zdroj: Register účtovných závierok a vlastné prepočty.

V tabuľke 3 uvádzame pomerové finančné ukazovatele skúmaného podniku vstupujúce do výpočtov pomerových ukazovateľov modelu HGN v skupine x_i , t.j. ukazovatele znižujúce efektívnosť.

Tabuľka 3

Finančné pomerové ukazovatele účinnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s r.o.

	Rok	2017-2018	2018-2019	2019-2020
x_1	Rentabilita vlastného imania	0,6174	0,6241	0,5384
x_2	Podiel cash flow v tržbách	0,0636	0,0510	0,0537
x_3	Obrat majetku	1,8032	2,4661	2,0428

Zdroj: vlastné prepočty.

V Tabuľke 4 uvádzame pomerové finančné ukazovatele spoločnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s r.o. vstupujúce do výpočtov pomerových ukazovateľov modelu HGN v skupine y_i , t.j. ukazovatele znižujúce efektívnosť.

Tabuľka 4

Finančné pomerové ukazovatele náročnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s r.o.

	Rok	2017-2018	2018-2019	2019-2020
y_1	Viazanosť krátkodobých pohľadávok	0,1971	0,1148	0,0830
y_2	Doba splácania dlhodobých záväzkov	0,7046	0,3687	0,4010
y_3	Ukazovateľ prevádzkovej nákladovosti	0,9302	0,9602	0,9491

Zdroj: vlastné prepočty.

V Tabuľke 5 uvádzame pomerové finančné ukazovatele skúmaného podniku vstupujúce do výpočtov pomerových ukazovateľov modelu HGN v skupine x_i t. j. ukazovatele efektívnosti a y_i , t.j. ukazovatele znižujúce efektívnosť a syntetický ukazovateľ.

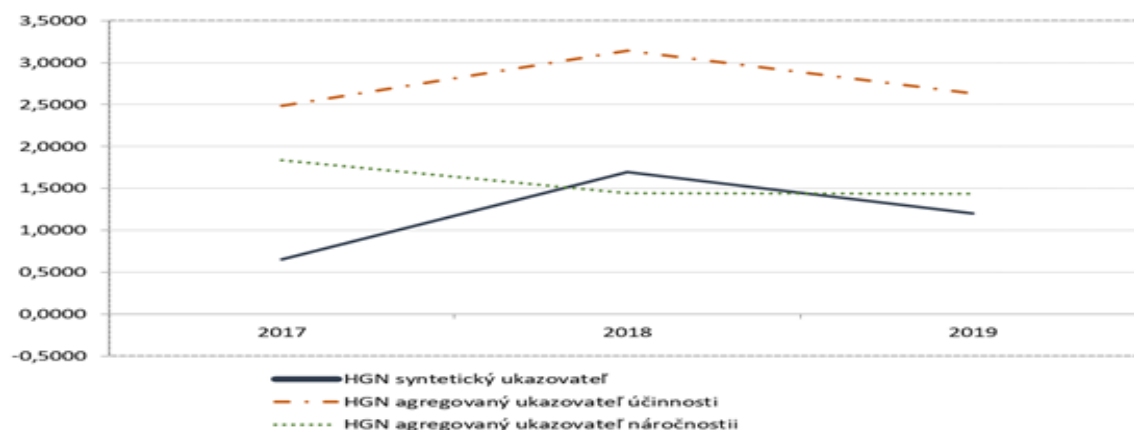
Tabuľka 5

Finančné pomerové ukazovatele a syntetický ukazovateľ Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s r.o.

	Agregované finančné ukazovatele a syntetický ukazovateľ HGN		
Rok	2017-2018	2018-2019	2019-2020
$\sum_{i=1}^3 x_i$	2,4842	3,1411	2,6349
$\sum_{i=1}^3 y_i$	1,8318	1,4438	1,4331
$SU = \sum_{i=1}^3 x_i - \sum_{i=1}^3 y_i$	0,6524	1,6974	1,2018

Zdroj: vlastné prepočty.

Na obr. 1 uvádzame vývoj agregovaných ukazovateľov x_i a y_i a syntetického ukazovateľa spoločnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s. r. o., t.j. pomerové finančné ukazovatele spoločnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s r.o., vstupujúce do výpočtov pomerových ukazovateľov modelu HGN v skupine x_i t.j. ukazovatele efektívnosti a y_i , t.j. ukazovatele znižujúce efektívnosť a syntetický ukazovateľ.

Obrázok 1Vývoj agregovaných ukazovateľov x_i a y_i a syntetického ukazovateľa spoločnosti Hella Innenleuchten - Systeme Bratislava, s. r. o.,

Zdroj: vlastné spracovanie.

Keďže model HGN je síce výrazne zameraný na dlhovú situáciu podniku, ale zdôrazňuje i obrat majetku, t.j. jeho využitie. Dlh je zdôraznený ukazovateľom y_2 , t.j. doba splácania dlhodobých záväzkov. Dlhodobé záväzky vo všeobecnosti v podnikoch predstavujú dlhodobé bankové úvery. Ukazovateľ y_2 , práve zohľadňuje dobu splácania najmä dlhodobých bankových úverov a tie sú uhrádzané zo zisku a odpisov. Ukazovateľ je vyjadrený v rokoch.

Model skúma aj využitie kapacít majetku. Čím vyšší je objem majetku v absolútnom vyjadrení, tým bude obrat majetku, t.j. počet jeho obrátok meraný získanými tržbami, nižší. Logicky, čím bude nižší objem majetku tak počet obrátov a teda hodnota ukazovateľa x_3 bude vyšší. Ukazovateľ vypovedá o efektívnosti využívania celkového majetku, t.j. koľkokrát sa v tržbách obráti za posudzované účtovné obdobie čiže jeden rok. Otázne je do akej miery je správne používať pre výpočet celkový majetok čiže vrátane obežného majetku. Celkový obežný majetok možno vnáša do tohto výpočtu určitú neobjektívnosť.

Z hľadiska objektívnejšieho posúdenia bude žiaduce v rámci neobežného majetku použiť pre výpočet nie jeho zostatkovú hodnotu teda po zohľadnení odpisov, ale hodnotu bez zohľadnenia odpisov, čiže v obstarávacej cene. Skúsme preto jednoduchou komparáciou SU modelu v ukazovateli x_3 pre účtovné obdobie 2019-2020 použiť v absolútnom vyjadrení majetok v obstarávacej cene. Majetok v obstarávacej cene predstavuje sumu 41.897 tis. Eur. Tým znížime hodnotu agregovaného ukazovateľ efektívnosti z 2,63 na hodnotu 2,24 a SU potom sa zníži z 1,20 na 0,81. Určite za objektívnejšiu výslednú hodnotu budeme považovať 0,81, kde výpočet obratu majetku, teda výpočet efektívnosti jeho využitia, vychádza z obstarávacej ceny majetku.

Tento aspekt v hodnotení výkonnosti podniku možno považovať za významný a z hľadiska hodnotenia výkonnosti podniku za objektívnejší. Podnik s výrobou náročnejšiu na potrebu majetku bude mať výkonnosť horšiu ako podnik s nízkou potrebou majetku, napr. obchodné podniky a podniky služieb. Preto je potrebné pri určovaní jednotlivých intervalov, resp. pásiem v ktorých je podnik ešte výkonný, postupovať diferencovane (touto otázkou sa zaoberáme v iných publikačných výstupoch). Pokiaľ budeme vychádzať z intervalov výkonnosti (tabuľka 1), bude sa podnik stále ešte nachádzať v intervale vysokej výkonnosti. Uvedená obsahová zmena vo výpočte ukazovateľa x_3 však bude vyžadovať aj úpravu intervalov výkonnosti.

V súvislosti s obratom majetku je dôležité uviesť aj vplyv pohľadávok na výšku celkového majetku. Pohľadávky síce zvyšujú objem majetku, ale je to majetok, ktorý nepriaznivo vplýva na peňažný tok podniku. Viac negatívnu úlohu však zohrávajú pohľadávky vplyvom na objem tržieb. Tržby, ktoré podnik eviduje v účtovných závierkach sú aj tie, ktoré odberatelia ešte neuhradili. Preto skúsme tento vplyv pre výpočet obratu majetku čiže ukazovateľa x_3 eliminovať odpočítaním pohľadávok od objemu tržieb. V takom prípade sa syntetický ukazovateľ zníži z hodnoty 0,81 na hodnotu 0,66. Pokiaľ ponecháme intervaly výkonnosti v doterajších pásmach podľa tabuľky 1, skúmaný podnik by zostal aj s takouto úpravou v kategórii podnikov s vysokou výkonnosťou, pretože sa nachádza v intervale nad -0,80.

5 Záver

Výsledky výskumu s využitím finančnej analýzy pomocou modelu HGN aj na tomto podniku potvrdzujú objektívnosť merania výkonnosti podniku touto metódou. Okrem ukazovateľa y_2 , t.j. doba splácania dlhodobých záväzkov, ktorý zásadne vplýva na celkovú finančnú situáciu podniku, participujú na finálnom výsledku aj ostatné ukazovatele, ale nie tak výraznou mierou. Nazdávame sa, že vplyv ukazovateľa x_3 obrat majetku na celkový výsledok je potrebné modifikovať. Bude nevyhnutné pri výpočte ukazovateľa vychádzať z brutto majetku a zväžiť eliminovať z objemu tržieb pohľadávky.

My sme v tomto príspevku vychádzali z celkového objemu pohľadávok, t.j. dlhodobých aj krátkodobých. Ďalším exaktným verifikovaním bude potrebné zvážiť odpočet len dlhodobých pohľadávok, príp. do krátkodobých započítať priemernú výšku. Priemerná výška sa však z ročnej voľne dostupnej účtovnej závierky zistiť nedá. Podnik však má možnosť zo svojej internej účtovnej evidencie z mesačných výkazov použiť pre výpočet aj priemerné hodnoty krátkodobých pohľadávok. Súčasnú finančnú situáciu pomocou modelu HGN je možné objektívne posúdiť. Zložitejšia bude však možnosť posúdenia z dynamického hľadiska. Predikcia preto nemôže byť presná, tak ako vlastne každá predikcia vychádzajúca zo vstupných údajov minulých. Určite však môže byť varovným signálom pre podnik.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0462/19 "Implementácia kľúčových determinantov do modelov výkonnosti ako nástrojov finančného rozhodovania podniku v súčasných podmienkach".

Použitá literatúra

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*. Vol. 23, Nr. 4, pp. 589-609. ISSN 1540-6261.

Altman, E. I., – Saunders, A. (1997). Credit risk measurement: Developments over the last 20 years. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 21, Issues 11-12, pp. 1721-1742. ISSN 0378-4266

Delina, R., – Packová, M. (2013). Prediction Bankruptcy models validation in Slovak business environment. *E a M: Ekonomie a Management*, Vol. 16, Issue 3, p. 101-112 ISSN 1212-36091

Grell, M. – Hyránek, E. (2012). Maticové modely na meranie výkonnosti produkčných systémov. *E + M. Ekonomie a Management*. Vol. 15, Issue 1, pp. 73-87. ISSN 1212-3609.

Hyránek, E. (2012). Aplikácia Altmanovho Z-skóre v benchmarkingu. In *Zborník vedeckých statí : výsledky riešenia grantovej úlohy VEGA č. 1/0754/11, VEGA č. 1/0187/11, VEGA č. 1/1071/12*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM. pp. 61-66. ISBN 978-80-225-3540-3.

Hyránek, E. – Grell, M. – Nagy, L. (2014). *Nové trendy merania výkonnosti podniku pre potreby finančných rozhodnutí*. 1. vyd. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2014. ISBN 978-80-225-3901-2.

Hyránek, E. – Grell, M. – Nagy, L. (2017). *Implementácia modelu výkonnosti vo finančnom rozhodovaní podniku : model HGN ako nástroj finančného plánu*. 1. vyd. Praha: Nakladatelství Baset, 2017. ISBN 978-80-7340-173-3.

Hyránek, E. – Grell, M. – Nagy, L. – Ďurinová, I. (2018). The Economic-Mathematical Nature of the HGN Model Concept as a Tool for Measuring Performance of Enterprises. *Ekonomický časopis: časopis pre ekonomickú teóriu, hospodársku politiku, spoločensko-ekonomické prognózovanie = journal for economic theory, economic policy, social and economic forecasting*. Vol. 66, Issue 3. pp. 309-325. ISSN 0013-3035.

Contact

Eduard Hyránek, doc., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: eduard.hyraneck@euba.sk

Branislav Mišota, Ing., PhD.

Slovenská technická univerzita v Bratislave
Ústav manažmentu
Vazovova 5
812 43, Bratislava
Slovenská republika
e-mail: branislav.misota@stuba.sk

Kryté dlhopisy nahradili hypotekárne záložné listy Covered Bonds Replaced Mortgage Bonds

Veronika Jánošová

Abstract

From the beginning of 2018 the mortgage bonds (HZL) in Slovakia were replaced by new covered bonds. Covered bond (CB) issued in Slovakia is a quality and liquid financial instrument that provides credit institutions with stable sources of long-term financing of mortgage loans. Investors have a return on long-term invested resources secured from the underlying assets, which are secured by covered bonds. The owner of this security has information about the assets to which he invests and which also provides him with a return by repaying the loan to the borrower. Investor confidence is strengthened by the fact that CB:s are subject to special public oversight.

JEL classification: G 23, G 24

Keywords: mortgage bonds, covered bonds

1 Úvod

Ministerstvo financií Slovenskej republiky v spolupráci s Národnou bankou Slovenska schválilo opatrenia o registrácii krytých dlhopisov, ktoré nadobudli účinnosť 31.12.2018. Právna úprava vydávania hypotekárnych záložných listov (ďalej len HZL) ako zdroja financovania hypotekárnych úverov pochádza ešte z roku 1996 a hoci v čase svojho vzniku bola pomerne progresívna a podporovala bytovú výstavbu v Slovenskej republike, v súčasnosti už nevyhovuje rozvoju trhu s úvermi na bývanie a nezodpovedá zmeneným ekonomickým a legislatívnym podmienkam v Slovenskej republike a Európskej únii (EÚ). Cieľom zmeny je znížiť riziká, ktoré v posledných rokoch identifikovala Národná banka Slovenska, hypotekárne banky ako emitenti HZL, ratingové agentúry v procese prideľovania úverového hodnotenia existujúcim programom HZL a tiež potenciálni investori. Ekonomický orgán pre bankovníctvo nariadil komplexnú revíziu v oblasti doterajšieho financovania hypotekárneho bankovníctva prostredníctvom vydávania HZL. Nahradil ich krytými dlhopismi, ktorých celková hodnota bude krytá podkladovými aktívami, ktorými sú všetky hypotekárne úvery a iné úvery na bývanie. Zmeny majú smerovať k tomu, aby kryté dlhopisy boli:

- cenným papierom vyhovujúcim štandardom a požiadavkám trhu Európskej únie,
- kvalitné a obchodovateľné na finančnom trhu,
- zaujímavou investičnou príležitosťou pre investorov aj mimo bankového sektora a zo zahraničia,
- s vysokou kreditnou a likvidnou kvalitou na trhoch aj v čase stresu,
- efektívnym zdrojom dlhodobého financovania podporujúcim obchodný model a stabilitu banky.

Trh s krytými dlhopismi je jedným z najstarších finančných trhov a v niektorých vyspelých štátoch Európy má viac ako dvestoročnú tradíciu. Životaschopnosť týchto finančných nástrojov sa osvedčila v čase politických a ekonomických kríz. Už v roku 2015 Ekonomická komisia publikovala konzultačný dokument ku krytým dlhopisom v Európskej únii, čím načrtla zámer harmonizácie tohto druhu cenného papiera. Tvorba legislatívneho rámca je zdĺhavá a problematická. Európska komisia sa snaží rozšíriť segment krytých dlhopisov okrem tradičných podkladových aktív aj na financovanie malých a stredných podnikov a verejnej infraštruktúry.

2 Súčasný stav

Od roku 2000 sa hypotekárne úverovanie vďaka zmeneným podmienkam, nízkym úrokovým sadzbám a podpore štátu veľmi zintenzívnilo. Banky, ktoré mali licenciu na poskytovanie hypoúverov, emitovali HZL. V súlade s ozdravením a s harmonizáciou legislatívy Európska komisia zaviedla emisiu krytých dlhopisov, ktoré majú nahradiť HZL. Dôvodom zmeny boli vysoké náklady na ich emitovanie, vysoká riziková prirážkou týchto cenných papierov, nutná hypotekárna licencia bánk, prísne požiadavky na zdroje financovania hypoték, nemožnosť spätného odkúpenia HZL emitentom a iné. Od januára 2018 boli HZL nahradené novým legislatívnym rámcom pre kryté dlhopisy, tzv. programom krytých dlhopisov, vďaka čomu získali vyššiu kvalitatívnu hodnotu a obchodovateľnosť aj na medzinárodných trhoch. Rámec programu pozostáva z dvoch etáp. V prvej boli zmenené navzájom súvisiace zákony, ako napr. zákon o bankách, zákon o dlhopisoch, zákon o konkurze a reštrukturalizácii a ďalšie. Následne v priebehu roka 2018 bolo prijatých päť opatrení Národnej banky Slovenska, v ktorých ide v podstate o vykonávacie predpisy, z ktorých najzávažnejšie sú opatrenia o registri krytých dlhopisov, o zasielaní výkazov z registra a o zverejňovaní pravidelných informácií pre investorov.

2.1. Podstata krytých dlhopisov

Podstatou vydávania krytých dlhopisov má byť získanie lacnejších dlhodobých zdrojov a možnosť dlhodobých investícií. Potvrdením investovania do dlhodobých aktív, ktoré slúžia ako podkladové aktíva na zabezpečenie krytého dlhopisu počas celého obdobia jeho splatnosti, je ich oddelenie od ostatných aktív bilancie banky v tzv. krycom bloku/ súbore. Rozšírenie tejto podmienky a určenie prísnej hranice financovania vo výške min. 90 % v aktuálnom právnom rámci pre HZL viedlo k ťažkostiam jej splnenia a banky následne v zmysle zákona žiadali o výnimku, zníženie na 70 %. Takto vysoko nastavená hranica v sebe niesla potenciálne riziko v prípade krízových situácií na trhu, ak by začali výrazne zlyhávať hypotekárne úvery, ktoré by v tom momente prestali byť vhodným zabezpečením. Následkom takejto situácie by sa banky mohla dostať do pozície, že nevedia zabezpečiť HZL. Oddelenie týchto aktív do krycieho bloku/súboru sa javí ako dostatočný dôkaz investovania do dlhodobých aktív, a teda percentuálna hranica bola novelou zrušená. Čo sa týka spôsobu oddelenia aktív, vyvinuli sa tri spôsoby ich oddelenia v bilancii alebo z bilancie bánk a podľa toho možno určiť typ hypotekárneho bankovníctva. Najjednoduchším spôsobom je vytvorenie registra (krycí blok/súbor plus dlhopisy) v rámci univerzálnej úverovej inštitúcie (banky), ktorá vykonáva základnú aj ďalšiu rôznu bankovú činnosť a vydáva kryté dlhopisy. Tento spôsob sa zaviedol na Slovensku, ale aktualizuje sa zloženie a správa krycieho bloku. Druhým spôsobom je vytvorenie špeciálnej hypotekárnej banky, ktorá vykonáva len činnosti spojené s poskytovaním úverov a vydávaním krytých dlhopisov, teda získava zdroje výlučne z ich emitovania (napríklad v Poľsku). Tretím je kombinácia banky a špeciálnej účelovej spoločnosti, ktorá emituje dlhopisy a na ktorú sa následne presunú úvery. Tento tretí spôsob sa líši v jednotlivých právnych systémoch (napríklad v Taliansku, Spojenom kráľovstve). Všetky aktíva i pasíva programu krytých dlhopisov musí banka viesť v podrobnom registri krytých dlhopisov a oddeliť ich od ostatných obchodov banky. V každom momente musí byť schopná čo najrýchlejšie tieto aktíva a pasíva preukázať a v prípade nutnosti aj transformovať. Štruktúra a položky minimálnych údajov v registri krytých dlhopisov sú definované opatrením NBS tak, aby sa dosiahla sektorová a technická harmonizácia údajov, ich lepšia a jednoduchšia dostupnosť pre dohľad i verejnosť. S novou legislatívou sa posilňuje aj dohľad na dvoch úrovniach. Prvou je správca programu krytých dlhopisov vykonávajúci dozor nad registrom a druhou je všeobecný bankový dohľad. Banka je povinná mať nezávislého správcu programu krytých dlhopisov a jeho zástupcu. Národná banka Slovenska ho vymenuje buď na návrh banky, alebo z vlastného podnetu. Jeho úlohou je vykonávať dozor nad programom, kontrolovať plnenie požiadaviek legislatívy,

okrem iného náhodným výberom základných aktív, spolupracovať a osvedčovať krytie pri vydávaní emisie a v prípade negatívnych zistení ich oznámiť orgánu dohľadu nad finančným trhom (NBS). Z dôvodu transparentnosti je povinnosťou správcu vypracovať ročnú správu, v ktorej kvantitatívne i kvalitatívne opíše stav i významné zmeny v programe za ostatný rok. Túto správu správca predkladá najskôr orgánu dohľadu NBS a následne ju banka publikuje na svojom webovom sídle. Dohľad nad príslušnou bankou monitoruje stav programu krytých dlhopisov na základe zasielaných mesačných výkazov z registra. Tieto výkazy obsahujú podrobné údaje na agregovanej a individuálnej úrovni za celý register. Individuálne poskytujú detailný obraz za jednotlivé typy aktív, emisií krytých dlhopisov i operačných nákladov. Predkladané výkazy ponúkajú obraz registra z rôznych hľadísk, ako napr. podľa meny, objemu, skupín splatnosti, typov a období fixácií úrokových sadzieb, regionálnej distribúcie podľa umiestnenia založenej nehnuteľnosti a pod. Ich cieľom je harmonizácia údajov trhu krytých dlhopisov a zvyšovanie transparentnosti údajov o krytých dlhopisoch pre investorov. Zo slovenských emitentov krytých dlhopisov pristúpila k dobrovoľnému zverejňovaniu údajov cez združenie európskych emitentov krytých dlhopisov ako prvá Prima banka, neskôr sa pridala Všeobecná úverová banka, Slovenská sporiteľňa i Tatra banka. Z hľadiska zverejňovania údajov o krytých dlhopisoch podľa národných požiadaviek má emitujúca banka povinnosť so štvrťročnou periodicitou zverejňovať základné agregované dáta pre investorov aj na svojom webovom sídle v predpísanom jednotnom formulári. Dôležitou povinnosťou banky je vykonávať raz ročne stresové testovanie na celom programe krytých dlhopisov, aby aj za výrazne zhoršených trhových podmienok banka dokázala plniť ukazovateľ krytia a všetky požiadavky programu na stanovenej úrovni.

2.2 Zabezpečenie krytých dlhopisov

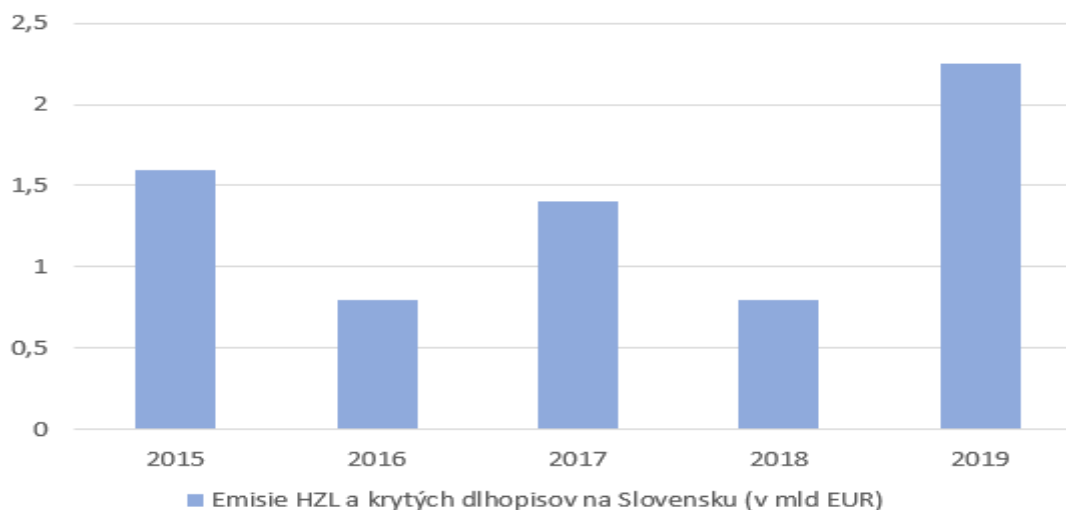
Hypotéky nie sú jediným zabezpečením krytých dlhopisov a už nepostačuje ich krytie len na úrovni 100 % aktívami v krycom súbore. Nová požiadavka je stanovená minimálne na 105 % z hodnoty pasív v registri. Povinných je 5 % vyššieho zabezpečenia, emitent sa však môže rozhodnúť pre ešte vyššie dobrovoľné zabezpečenie, ktoré sa zaviazá držať v registri, a jeho výšku investorom uvedie v prospekte. Následne je na túto hodnotu navýšený celý krycí súbor a emitent ju musí zachovávať v každom okamihu. Ďalšou zložkou krycieho súboru môžu byť doplnujúce aktíva v objeme 10 % z hodnoty povinného zabezpečenia, ktorými môžu byť len kvalitné finančné nástroje členských štátov Európskej únie. Ak emitent potrebuje zmierňovať úrokové alebo menové riziko prostredníctvom derivátov, aj tie musia byť súčasťou krycieho súboru a protistrana tohto derivátového obchodu musí byť zmluvne informovaná, že daný derivát sa týka krytých dlhopisov. Teda kreditná udalosť emitenta neznamena automatické ukončenie obchodu. Poslednou kategóriou aktív tvoriacich krycí súbor sú likvidné aktíva. Ide o špecifikum nových požiadaviek pre kryté dlhopisy, ktoré je implementované len v niekoľkých krajinách EÚ. Banka musí v registri sledovať kladné a záporné finančné toky v horizonte šiestich mesiacov a v prípade, že nie sú kladné toky dostatočné na krytie záporných tokov, je povinná tento nedostatok likvidity pokryť likvidnými aktívami. Prípustné likvidné aktíva sú presne definované podľa požiadaviek likvidity. Tieto opatrenia majú zabezpečiť dostatok likvidity práve v prvých mesiacoch nedostatku zdrojov emitenta a zároveň zabrániť zrýchleniu požiadaviek na úhradu dlhopisov od ich vlastníkov. Aj tieto aktíva, resp. ich primeraná časť, musia byť súčasťou krycieho súboru a banka ich nemôže použiť na iné úhrady záväzkov. Ďalšou novinkou je začlenenie operačných nákladov súvisiacich s programom krytých dlhopisov v horizonte nasledujúcich 12 mesiacov do jeho zabezpečenia, čím sa tiež zvýši požiadavka na krycí súbor. Trendom novej harmonizácie pre kryté dlhopisy je podrobné definovanie a pokrytie všetkých nákladov súvisiacich s programom. Likvidné aktíva, operačné náklady či iné konzervatívne požiadavky majú za úlohu chrániť majiteľov dlhopisov, ako aj dlžníkov z hypotekárnych úverov.

2.3 Emisia krytých dlhopisov na Slovensku

V roku 2018 slovenské banky vydali prvé kryté dlhopisy za 800 mil. eur. Financovanie hypotekárneho bankovníctva prostredníctvom vydávania hypotekárnych záložných listov totiž od začiatku roka 2018 zaniklo a začal platiť nový rámec pre vydávanie dlhopisov. Keďže počas prvého polroka 2018 sa ešte dokončovala sekundárna legislatíva k novému rámcu a uskutočňovalo sa aj udeľovanie predchádzajúceho súhlasu centrálnej banky, prvá emisia krytých dlhopisov podľa nového rámca bola až v júni 2018. Celkovo boli vydané štyri emisie zo strany dvoch najväčších bánk. Maturita emitovaných dlhopisov sa pohybovala okolo 6 rokov. Banky emitovali iba dlhopisy s fixným kupónom. Nová legislatívca priniesla, okrem iných, dve veľké zmeny v porovnaní s hypotekárnymi záložnými listami. Podľa nových pravidiel môžu vydávať kryté dlhopisy banky so sídlom na Slovensku po tom, čo získajú predchádzajúci súhlas národnej banky. To znamená, že vydávanie krytých dlhopisov nie je naviazané na hypotekárnu licenciu a banky sa môžu rozhodnúť, či takéto kryté dlhopisy budú emitovať a v akom objeme. Poskytovanie a financovanie hypotekárnych úverov nie je podmienené vydávaním krytých dlhopisov. Druhou veľkou zmenou je zmena základových aktív, ktorými banky môžu kryť tieto dlhopisy. Zmenou definície hypotekárneho úveru sa rozšírila báza pre základné aktíva takmer na všetky úvery na bývanie. Zmeny by podľa rezortu financií mali napomôcť stabilite financovania bánk, zároveň by to malo prispieť k rozvoju slovenského kapitálového trhu a posilniť by sa mala aj ochrana a právna istota investorov. Predošlá právna úprava vydávania hypotekárnych záložných listov ako zdroja financovania hypotekárnych úverov pochádzala ešte z roku 1996. Hoci v čase svojho vzniku bola podľa rezortu financií pomerne progresívna a odôvodnená v kontexte vznikajúceho hypotekárneho trhu, v súčasnosti už do veľkej miery nevyhovovala rozvoju trhu s úvermi na bývanie. Banky v roku 2019 emitovali kryté dlhopisy vo väčšom objeme. Kryté dlhopisy emitovali štyri banky :VUB, SLS, Tatra banka a Prima banka /v celkovej nominálnej hodnote 2,25 mld. €, charakteristiku benchmarkovej emisie spĺňali štyri z piatich uskutočnených emisií. Objem emisií výrazne prekročil priemerný ročný objem emitovaných hypotekárnych záložných listov za predchádzajúce roky. Tento vývoj odzrkadľuje lepšie legislatívne podmienky krytých dlhopisov oproti predošlým HZL, keďže už nie je nutné emitovať dlhopisy v závislosti od objemu hypotekárnych úverov, čo umožňuje väčšiu flexibilitu pri uskutočnení emisií vyhovujúcich vlastným potrebám a podmienkam na finančnom trhu. Maturita emitovaných dlhopisov sa pohybovala od 5 do 10 rokov a kupóny od 0,01 % do 0,5 % p. a.

Obrázok 1

Emisie HZL a od roku 2018 krytých dlhopisov na Slovensku.



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov Národnej banky Slovenska.

3. Výskumný dizajn

Hlavným cieľom príspevku je charakteristika krytých dlhopisov a ich význam pri financovaní hypoték. Vedľajším cieľom je analýza a syntéza spoločných znakov tohto druhu cenného papiera v rámci Európskej únie, spôsob krytia a dvojité ochrana týchto cenných papierov. Dedukovali sme, že kryté dlhopisy sú stabilné zdroje financovania hypotekárnych úverov a vyznačujú sa vysokou dôverou investorov. Majiteľ krytého dlhopisu má informácie o aktívach, do ktorých investuje a ktoré mu zabezpečujú návratnosť prostredníctvom splácania úveru dlžníkom. Tiež sme realizovali komparáciu emisií hypotekárnych záložných listov a krytých dlhopisov na Slovensku za posledných 5 rokov.

4. Výsledky práce a diskusia

Kryté dlhopisy sú dlhové záväzky emitované úverovými inštitúciami a zabezpečené oddelene spravovanou skupinou aktív, na ktoré majú držiteľia dlhopisov priamy nárok ako prednostní veritelia. Držiteľia dlhopisov si zároveň môžu uplatniť pohľadávku voči emitujúcemu subjektu ako bežní veritelia. Táto dvojitá pohľadávka voči krycej skupine a emitentovi sa nazýva mechanizmus „dvojitaj ochrany“. Kryté dlhopisy emitujú úverové inštitúcie, a ako také predstavujú pre európske banky významný a efektívny zdroj financovania. Uľahčujú financovanie hypotekárnych úverov a úverov verejného sektora, čím vo všeobecnosti podporujú poskytovanie úverov. Podstatnou výhodou krytých dlhopisov v porovnaní s inými druhmi zdrojov financovania bánk, ako sú cenné papiere zabezpečené aktívami, je skutočnosť, že banky si ponechávajú riziko vo svojich súvahách a investori majú pohľadávky priamo voči banke. Kryté dlhopisy teda bankám umožňujú požičiavať nielen väčší objem prostriedkov, ale aj požičiavať bezpečnejšie. Nielen z tohto dôvodu sa krytým dlhopisom darilo počas finančnej krízy dobre v porovnaní s ostatnými nástrojmi financovania. Ukázali sa ako spoľahlivý a stabilný zdroj financovania pre európske banky v čase, keď iné zdroje financovania vyschli. Podporným rámcom pre kryté dlhopisy na úrovni EÚ by sa posilnilo ich používanie ako stabilného a nákladovo efektívneho zdroja financovania pre úverové inštitúcie, najmä v prípadoch menej rozvinutých trhov, s cieľom pomôcť financovať reálnu ekonomiku v súlade s cieľmi únie kapitálových trhov. Investorom by sa tým takisto poskytol širší a bezpečnejší okruh investičných príležitostí a pomohlo by to ochrániť finančnú stabilitu. Členské štáty budú musieť tieto pravidlá transponovať a zabezpečiť, aby vnútroštátne rámce pre kryté dlhopisy spĺňali požiadavky založené na pravidlách stanovené v tomto návrhu. Všetky kryté dlhopisy v celej Európe budú preto musieť dodržiavať minimálne požiadavky na harmonizáciu, ako sú stanovené v tomto návrhu. Rozvoj krytých dlhopisov na trhu európskej únie je nerovnomerný; kryté dlhopisy sú v niektorých členských štátoch veľmi dôležité, v iných menej. Právne predpisy Únie sa nimi zaoberajú iba čiastočne. Legislatívny rámec Únie pre kryté dlhopisy by mal rozšíriť kapacitu úverových inštitúcií poskytovať finančné prostriedky pre reálnu ekonomiku a prispievať k rozvoju krytých dlhopisov v celej únii, a to najmä v členských štátoch, v ktorých pre ne v súčasnosti neexistuje trh. Trendom novej harmonizácie pre kryté dlhopisy je detailné definovanie a pokrytie všetkých nákladov súvisiacich s programom. Likvidné aktíva, operačné náklady či iné konzervatívne požiadavky majú za úlohu chrániť majiteľov dlhopisov, ako aj dlžníkov z hypotekárnych úverov.

5. Záver

V posledných rokoch je jednou z významných tém ozdravenia finančného sektora oblasť krytých dlhopisov. Kryté dlhopisy ako zavedené nástroje v štruktúrach financovania viacerých členských štátov sa osvedčili ako spoľahlivá investícia pre rôzne finančné inštitúcie a praktická a účinná možnosť financovania pre emitentov. Opierajú sa o silné štrukturálne charakteristiky, ako napríklad vysoká kvalita krycích skupín pozostávajúcich takmer výlučne z hypotekárnych úverov a nástrojov verejného dlhu a oddelenie aktív krycej skupiny. S novou legislatívou sa

posilňuje aj dohľad na dvoch úrovniach. Prvou je správca programu krytých dlhopisov vykonávajúci dozor nad registrom a druhou je všeobecný bankový dohľad. Banka je povinná mať nezávislého správcu programu krytých dlhopisov a jeho zástupcu. Národná banka Slovenska ho vymenuje buď na návrh banky, alebo z vlastného podnetu. Jeho úlohou je vykonávať dozor nad programom, kontrolovať plnenie požiadaviek legislatívy, okrem iného náhodným výberom základných aktív, spolupracovať a osvedčovať krytie pri vydávaní emisie a v prípade negatívnych zistení ich oznámiť orgánu dohľadu nad finančným trhom (NBS). Na Slovensku sa od roku 2018 emituje tento druh cenného papiera. Kým objem emisií v roku 2018 bol 800 mil. eur, v nasledujúcom roku emisie štyroch bánk dosiahli rekordný objem 2,25 mld. eur.

Použitá literatúra (References)

Krčmár, M. (2017), Hypotekárne záložné listy verzus kryté dlhopisy. *Biatec*. Vol.25, Issue 3, pp. 11-13. ISSN 1335-0900.

Krčmár, M. (2017), Hypotekárne záložné listy verzus kryté dlhopisy II. *Biatec*. Vol. 25, Issue 5, pp. 20-25. ISSN 1335-0900.

Krčmár, M. (2019), Harmonizácia krytých dlhopisov na európskych trhoch. *Biatec*. Vol.27, Issue 6. pp. 21-23. ISSN 1335-0900.

Vlachynský, K. a kol. (2010). *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2010. ISBN 978-80-8078-258-0.

Národná banka Slovenska. *Analýza slovenského bankového sektora za rok 2018*. https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analyzy/protected/AnalyzaSFS2018.pdf, [accessed 7.2.2020].

Národná banka Slovenska. *Analýza slovenského bankového sektora za rok 2019*. https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analyzy/protected/AnalyzaSFS2019.pdf, [accessed 7.2.2020].

Contact

Veronika Jánošová, Ing, CSc.

Ekonomická univerzita v Bratislave

Fakulta podnikového manažmentu

Katedra podnikových financií

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovenská republika

e-mail: veronika.janosova@euba.sk

Konkurencieschopnosť krajín Vyšehradskej skupiny Competitiveness of the Visegrad Group Countries

Lenka Kalusová

Abstract

The aim of this paper is to assess the competitiveness of the Visegrad Group countries. Several methods and indicators are used to measure the country's competitiveness. In our article, we measure it through a composite index published annually by The World Economic Forum. This has been using a new indicator, the Global Competitiveness Index 4.0, since 2018 to evaluate countries' competitiveness.

JEL classification: O11, O30, E60

Keywords: competitiveness, Visegrad Group countries, Global Competitiveness Index 4.0

1 Úvod

Štvrtá priemyselná revolúcia, do ktorej ľudstvo vstúpilo, znamená množstvo nových príležitostí ako pre podnikanie, tak aj pre jednotlivcov a vládne politiky jednotlivých krajín. Okrem pozitív, ktoré so sebou prináša, však v jej dôsledku môže vzniknúť ešte väčšia polarizácia ekonomík jednotlivých krajín aj regiónov a nárast nerovností medzi nimi ako doposiaľ. V príspevku sme sa preto zamerali na skúmanie konkurencieschopnosti krajín Vyšehradskej skupiny - Slovenska, Česka, Maďarska a Poľska. Vzhľadom na ich blízku spoluprácu je našim cieľom analyzovať, aké majú postavenie tieto krajiny v rebríčku konkurencieschopnosti jednotlivých krajín sveta a či napriek veľkosti ekonomík týchto krajín dokážu konkurovať aj väčším krajinám. Zároveň budeme zisťovať a posudzovať, či existujú rozdiely v konkurencieschopnosti medzi týmito krajinami.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Konkurencieschopnosť krajín vymedzujú viacerí autori rôznymi spôsobmi, čo sa zároveň odráža aj v rozdielnych prístupoch hodnotenia krajín. Ako uvádza Rozhkov (in Chursin a Makarov, 2015), konkurencieschopnosť národa by sme mohli definovať ako schopnosť reprodukcie ľudských zdrojov. Práve ľudské zdroje sú rozhodujúcim prvkom pre hospodársky rast v podmienkach globalizácie. Aiginger (2006) vymedzuje konkurencieschopnosť ako schopnosť krajiny alebo regiónu vytvárať prosperitu. Autor Hickman (1992) sa pri jej vymedzení zameriava na životnú úroveň obyvateľstva krajiny a konkurencieschopnosť definuje ako "schopnosť udržať v globálnej ekonomike akceptovateľný rast životnej úrovne obyvateľstva prostredníctvom spravodlivej distribúcie." Hickman zdôrazňuje, že konkurencieschopná krajina je schopná poskytnúť zamestnanie osobám, ktoré môžu pracovať a majú o prácu záujem. Konkurencieschopnosť chápe Hickman ako schopnosť národných ekonomík v podmienkach slobodného spravodlivého trhu vyrábať také tovary a poskytovať také služby na domácich aj zahraničných trhoch, ktoré budú zároveň umožňovať rast reálnych príjmov obyvateľstva. Komplexnejšiu definíciu konkurencieschopnosti môžeme pozorovať u autora Albakova (in Chursin a Makarov, 2015). Albakov definuje konkurencieschopnosť národného hospodárstva ako integrované vlastníctvo, ktoré je definované vzájomným pôsobením ekonomických a politických faktorov pôsobiacich za osobitných inštitucionálnych podmienok, ktoré poskytuje pozitívny ekonomický efekt z účasti na medzinárodnom obchode. Dôležitosť inštitúcií ako jeden z faktorov ovplyvňujúcich rast obchodu krajiny, a tým aj rast jej konkurencieschopnosti, uvádzajú aj Dollar a Kraay (2003). Podľa Thomsona (2004) možno konkurencieschopnosť národa chápať z užšieho hľadiska (nákladové podmienky stanovené

výmennými kurzami) a širšieho hľadiska (zahŕňa inštitucionálne a systémové okolnosti ekonomiky). Výsledky výskumu tohoto autora tiež poukazujú na dôležitosť inštitucionálneho faktora pri konkurencieschopnosti krajiny. Z uvedených definícií je zrejmé, že rôzni autori vymedzujú konkurencieschopnosť rôznym spôsobom. Rovnako, rôzni autori uvádzajú aj rôzne faktory, ktoré podľa nich ovplyvňujú konkurencieschopnosť krajín. Napr. autori Fagerberg et al. (2007) definujú štyri aspekty konkurencieschopnosti krajín, a to technológia, kapacita, dopyt a cena. Phusavat et al. (2012) poukazujú na intelektuálny kapitál ako faktor ovplyvňujúci výkonnosť a produktivitu. Vplyv priamych zahraničných investícií na konkurencieschopnosť krajín posudzovali autori Gugler a Brunner (2007). Aj závery štúdie autorov Blomström a Kokko (1998) poukazujú na to, že zahraničné dcérske spoločnosti môžu priniesť do krajiny nové know-how, stimulujú hospodársku súťaž, čím dochádza k zvyšovaniu výkonnosti, produktivity, a tým aj konkurencieschopnosti krajiny. Skúmaním vzťahu medzi inteligentnou špecializáciou ako kľúčovým prvkom inovačných politík jednotlivých krajín a zvyšovaním regionálnej a národnej konkurencieschopnosti sa zaoberali autori Carayannis a Grigoroudis (2016). Zaujímavé výsledky prináša štúdia autorov Herciu et al. (2011). Predmetom štúdie bolo zisťovanie vplyvu kultúrnych dimenzií ako individualizmus, maskulinita, vyhýbanie sa neistote atď. na národnú konkurencieschopnosť. Podľa autorov výsledky výskumu poukazujú na skutočnosť, že dôležitú úlohu pri národnej konkurencieschopnosti zohrávajú kultúrne rozmery. K rovnakým záverom došla už skoršia štúdia autorov Moon a Choi (2001).

V príspevku sa zameriavame na analýzu hodnotenia konkurencieschopnosti krajín Vyšehradskej skupiny prostredníctvom indexu globálnej konkurencieschopnosti. Ide o krajiny stredoeurópskeho regiónu, ktoré majú podobný nie len historický vývoj, veľmi blízke kultúrne a intelektuálne hodnoty, ktoré vyznávajú, ale aj rovnaké záujmy v oblasti celoeurópskej integrácie. Obidve krajiny sa stali súčasťou Európskej únie spoločne v roku 2004. Krajiny vykazujú relatívne podobné znaky aj z ekonomického hľadiska, a to pokiaľ ide o štruktúru jednotlivých odvetví, obe sa vyznačujú pomerne vysokou otvorenosťou ekonomiky, majú podobný HDP na obyvateľa. V nasledujúcom texte uvádzame vzhľadom na obmedzenosť rozsahu príspevku iba základné ekonomické charakteristiky krajín Vyšehradskej skupiny.

Tabuľka 1

Vývoj reálneho HDP na osobu v krajinách V4 a EÚ (roky 2010 – 2019)

krajina/roky	2010	2011	2012	2013	2014
EÚ - 28 krajín	25 500	25 900	25 730	25 760	26 140
Česko	15 020	15 310	15 170	15 160	15 480
Maďarsko	9 960	10 180	10 090	10 310	10 770
Poľsko	9 390	9 860	10 020	10 170	10 510
Slovensko	12 560	12 990	13 220	13 290	13 630
krajina/roky	2015	2016	2017	2018	2019
EÚ - 28 krajín	26 670	27 120	27 780	28 260	28 610
Česko	16 290	16 670	17 490	17 980	18 330
Maďarsko	11 210	11 480	12 010	12 680	13 260
Poľsko	10 920	11 260	11 820	12 460	12 980
Slovensko	14 270	14 550	14 980	15 520	15 860
% zmena HDP	2010	2011	2012	2013	2014
EÚ - 28 krajín	-	1,57%	-0,66%	0,12%	1,48%
Česko	-	1,93%	-0,91%	-0,07%	2,11%
Maďarsko	-	2,21%	-0,88%	2,18%	4,46%
Poľsko	-	5,01%	1,62%	1,50%	3,34%

Slovensko	-	3,42%	1,77%	0,53%	2,56%
% zmena HDP	2015	2016	2017	2018	2019
EÚ - 28 krajín	2,03%	1,69%	2,43%	1,73%	1,24%
Česko	5,23%	2,33%	4,92%	2,80%	1,95%
Maďarsko	4,09%	2,41%	4,62%	5,58%	4,57%
Poľsko	3,90%	3,11%	4,97%	5,41%	4,17%
Slovensko	4,70%	1,96%	2,96%	3,60%	2,19%

Zdroj: Eurostat

Z tabuľky 1 vidno, že vývoj hrubého domáceho produktu na obyvateľa je vo všetkých krajinách V4 nižší ako je priemer EÚ. Najvyšší HDP na obyvateľa je v rámci krajín V4 dosahovaný v Česku, naopak najnižší je v Poľsku (avšak HDP na obyvateľa v Maďarsku je veľmi blízky HDP na obyvateľa v Poľsku).

Vzhľadom na blízkosť spoluprácu krajín Vyšehradskej skupiny a vyššie uvedené skutočnosti je našim cieľom analyzovať, aké majú tieto dve krajiny postavenie v rebríčku konkurencieschopnosti jednotlivých krajín sveta a zistiť, či napriek veľkosti ekonomík dokážu konkurovať aj väčším krajinám v rámci Európskej únie. Zároveň budeme zisťovať a posudzovať, či existujú rozdiely v konkurencieschopnosti medzi týmito krajinami.

3 Cieľ a metodika práce

Cieľom príspevku je poukázať na nové kritériá v hodnotení konkurencieschopnosti krajín v kontexte priemyslu 4.0 a komparovať konkurencieschopnosť krajín Vyšehradskej skupiny. Pri hodnotení krajín využijeme Index globálnej konkurencieschopnosti každoročne vydávaný Svetovým ekonomickým fórom. Správa o globálnej konkurencieschopnosti je všeobecne uznávaná ako popredný svetový výskum poskytujúci medzinárodné porovnanie krajín v otázkach ekonomickej konkurencieschopnosti a hospodárskeho rastu.

Správa si kladie za cieľ zmapovať aktuálnu ekonomickú situáciu v krajinách sveta vo vzťahu k ich globálnej konkurencieschopnosti a načrtnúť ich vyhliadky na dosahovanie trvalo udržateľného hospodárskeho rastu.

Od roku 2018, v dôsledku štvrtej priemyselnej revolúcie a potreby zohľadniť aj ďalšie faktory, ktoré doposiaľ neboli v predchádzajúcom indexe zohľadnené, bol vytvorený Index globálnej konkurencieschopnosti 4.0. Okrem pôvodných indikátorov, ktoré boli využívané v minulosti, je index 4.0 doplnený o nové, ktoré majú podľa expertov významný vplyv na produktivitu a rast. V centre pozornosti stojí najmä ľudský kapitál a inovácie.

V súčasnosti Index globálnej konkurencieschopnosti 4.0 hodnotí 12 základných oblastí, ktorými sú:

- inštitúcie,
- infraštruktúra,
- zavádzanie informačno-komunikačných technológií,
- makroekonomická stabilita,
- zdravotníctvo,
- zručnosti,
- trh produktov,
- pracovný trh,
- finančný systém,
- veľkosť trhu,
- dynamika obchodu,
- schopnosť inovácií.

4 Výsledky práce a diskusia

V roku 2019 bolo prostredníctvom Indexu globálnej konkurencieschopnosti hodnotených celkovo 141 krajín. Vývoj a zmeny v dosiahnutých umiestneniach krajín Vyšehradskej skupiny v rokoch 2004 – 2019 uvádzame v tabuľke 3. V tabuľke je zároveň uvedená informácia o celkovom počte hodnotených krajín v danom konkrétnom roku.

Tabuľka 2

Výsledné poradie krajín Vyšehradskej skupiny v rokoch 2004 - 2019

Krajina	Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Slovensko	pozícia	43	41	37	41	46	47	60	69
	zmena	-	2	4	-4	-5	-1	-13	-9
Krajina	Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Slovensko	pozícia	71	78	75	67	65	59	41	42
	zmena	-2	-7	3	8	2	6	18	-1
Krajina	Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Česko	pozícia	40	38	29	33	33	31	36	38
	zmena	-	2	9	-4	0	2	-5	-2
Krajina	Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Česko	pozícia	39	46	37	31	31	31	29	32
	zmena	-1	-7	9	6	0	0	2	-3
Krajina	Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Maďarsko	pozícia	38	30	32	64	62	58	52	48
	zmena	-	8	-2	-32	2	4	6	4
Krajina	Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Maďarsko	pozícia	60	63	60	63	69	60	48	47
	zmena	-12	-3	3	-3	-6	9	12	1
Krajina	Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Poľsko	pozícia	45	43	48	52	53	46	39	41
	zmena	-	2	-5	-4	-1	7	7	-2
Krajina	Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Poľsko	pozícia	41	42	43	41	36	39	37	37
	zmena	0	-1	-1	2	5	-3	2	0
Celkový počet hodnotených krajín		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
		104	117	125	131	134	133	139	142
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
		142	148	144	140	138	137	140	141

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z The Global Competitiveness Report za roky 2004 – 2019

Vo väčšine nami sledovaných rokoch je ako najlepšie hodnotená a najkonkurencieschopnejšia ekonomika hodnotená ekonomika Česka. Najhoršie umiestnenie v rámci rebríčka dosiahla v roku 2013 (až 43. miesto), naopak najlepšiu pozíciu získala v rokoch 2006 a 2018, keby bola na 29. mieste. Druhou najlepšie hodnotenou krajinou z hľadiska konkurencieschopnosti je podľa Svetového ekonomického fóra Poľsko. Naopak, najhoršie hodnotenou krajinou v rámci jednotlivých rokov je Maďarsko (počas sledovaných rokov sa najhoršie umiestnilo v roku 2016 na 69. mieste).

Na tomto mieste považujeme za potrebné uviesť, že zhoršené umiestnenie vo všetkých krajinách v roku 2007 mohlo byť spôsobené zmenou hodnotenia faktorov od tohto roku oproti

roku 2006. Rovnako k zmene konštrukcie hodnotených pilierov došlo aj v roku 2018, čo sa pozitívne odrazilo najmä na hodnotení Slovenska, ktoré si v roku 2018 oproti roku 2017 zlepšilo svoju pozíciu o celých 18 miest (v roku 2017 – 59. miesto, zatiaľ čo v roku 2018 41. miesto), rovnako aj Maďarska (v roku 2017 60. miesto, v roku 2018 48. miesto).

Počet dosiahnutých bodov, umiestnenie ako aj porovnanie konkurencieschopnosti krajín Vyšehradskej skupiny v rámci jednotlivých hodnotených pilierov s najlepšie umiestnenou krajinou, Singapurom, uvádzame v tabuľke 3.

Tabuľka 3

Porovnanie dosiahnutých bodov a umiestnenia krajín V4 a Singapuru (rok 2019)

Pilier/krajina	Slovensko	Česko	Maďarsko	Poľsko	Singapur	Vzdialenosť v bodovom hodnotení			
	body	body	body	body	body	Slovensko	Česko	Maďarsko	Poľsko
	67	71	65	69	85	-18	-14	-20	-16
Inštitúcie	56	61	56	56	80	-24	-19	-24	-24
Infraštruktúra	79	84	81	81	95	-16	-11	-14	-14
Zavádzanie IK technológií	69	68	64	65	87	-18	-19	-23	-22
Makroekonomická stabilita	100	100	90	100	100	0	0	-10	0
Zdravotníctvo	82	86	81	84	100	-18	-14	-19	-16
Zručnosti	70	73	69	72	79	-9	-6	-10	-7
Trh produktov	53	57	52	58	81	-28	-24	-29	-23
Trh práce	61	63	59	60	81	-20	-18	-22	-21
Finančný systém	64	68	61	64	91	-27	-23	-30	-27
Veľkosť trhu	58	65	63	74	72	-14	-7	-9	2
Dynamika obchodu	63	69	58	62	76	-13	-7	-18	-14
Inovačná schopnosť	46	57	47	50	75	-29	-18	-28	-25

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z The Global Competitiveness Report 2019

Slovensko sa umiestnilo v roku 2019 s celkovým dosiahnutým počtom bodov na 42. mieste. Česko dosiahlo o 4 body viac a umiestnilo sa na 32. mieste, Maďarsko skončilo na 47. mieste, Poľsko na 37. mieste). Najlepšie hodnotenou krajinou v rámci konkurencieschopnosti sa stal Singapur s celkovým počtom bodov 85. V rámci nami skúmaných krajín bol najlepšie hodnoteným pilierom makroekonomická stabilita, kde s výnimkou Maďarska dosiahli všetky ostatné krajiny plný počet bodov. Druhým najlepšie hodnoteným pilierom z pohľadu umiestnenia bola v rámci Slovenska, Česka a Maďarska infraštruktúra (Slovensko 30. miesto a 79 bodov, Česko 20. miesto a 84 bodov), v prípade Poľska bol druhým najlepšie hodnoteným pilierom zdravotníctvo. Na Slovensku bolo relatívne pozitívne hodnotené ešte zavádzanie informačno-komunikačných technológií, v Česku to boli zručnosti a inovačná schopnosť. Naopak, najhoršie hodnotenie dosiahli obe krajiny v rámci piliera trh produktov (Slovensko až 89. miesto, Česko 55. miesto), v Maďarsku zdravotníctvo a zručnosti, v Poľsku infraštruktúra a veľkosť trhu. Od najlepšie hodnotenej krajiny, Singapuru, je Slovensko najviac vzdialené v rámci inovačnej schopnosti, Česko v oblasti trhu produktov, Maďarsko a Poľsko vo finančnom systéme.

5 Záver

Na hodnotenie konkurencieschopnosti krajín sa využívajú viaceré multikriteriálne indexy pravidelne zverejňované medzinárodnými inštitúciami. Jedným z najvýznamnejších je Index globálnej konkurencieschopnosti publikovaný Svetovým ekonomickým fórom. V roku 2018 došlo k úprave konštrukcie tohto indexu pod vplyvom priemyslu 4.0. V príspevku sme sa preto

zamerali na výsledné hodnotenie konkurencieschopnosti krajín Vyšehradskej skupiny prostredníctvom Indexu globálnej konkurencieschopnosti 4.0. Podľa hodnôt tohto indexu sú v roku 2019 najkonkurencieschopnejšími krajinami sveta Singapur (1. miesto; 84,8 bodu), USA (2. miesto; 83,7 bodu) a Hong Kong (3. miesto; 83,1 bodu).

Pri komparácii podnikateľského prostredia krajín Vyšehradskej skupiny zistujeme, že vyšší počet bodov a celkovo podstatne lepšie umiestnenie podľa indexu globálnej konkurencieschopnosti 4.0 v roku 2019 dosiahlo Česko a v celkovom poradí sa spomedzi 141 hodnotených krajín umiestnilo na 32. mieste.

Hoci Česko v porovnaní s ostatnými krajinami Vyšehradskej skupiny dopadlo v oblasti hodnotenia konkurencieschopnosti podstatne lepšie, pri bližšej komparácii týchto krajín s celkovo najlepšie hodnotenou krajinou, Singapurom, bolo zrejmé, že existuje široký priestor na zlepšenia vo väčšine hodnotených oblastí. Jeden z hodnotených pilierov, inovačná schopnosť, poukázala na to, že je to jedna z prioritných oblastí, na ktoré by sa Slovensko malo zamerať, pretože práve vyššia inovačná aktivita podnikov môže viesť k zvyšovaniu výkonnosti ekonomiky, a to aj k zvyšovaniu úspešnosti Slovenska.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/19 „Alokácia aktív v prostredí nízkych úrokových mier vo finančných a nefinančných podnikov v SR“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Aiginger, K. (2006). Competitiveness: From a Dangerous Obsession to a Welfare Creating Ability with Positive Externalities. *Journal of Industry, Competition and Trade*. Vol. 6, Issue 2, pp. 161-177. ISSN 1566-1679.

Blomström, M. – Kokko, A. (1998). Multinational corporations and spillovers. *Journal of Economic Surveys*. Vol. 12, Issue 2, pp. 247–277. ISSN 1467-6419.

Carayannis, E. – Grigoroudis, E. (2016). Quadruple Innovation Helix and Smart Specialization: Knowledge Production and National Competitiveness. *Foresight and STI Governance*. Vol. 10, Issue 1, pp. 31-42. ISSN 1995-459X.

Dollar, D. – Kraay, A. (2003). Institutions, Trade and Growth. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 50, Issue 1, pp. 133-162. ISSN 0304-3932.

Eurostat. (2020). European Commission. <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, [accessed 5.10.2020].

Fagerberg, J. – Srholec, M. – Knell, M. 2007. The Competitiveness of Nations: Why Some Countries Prosper While Others Fall Behind. *World Development*, Vol. 35, Issue 10, pp. 1595-1620. ISSN 0305-750X.

Gugler, P. – Brunner, S. (2007). FDI Effects on National Competitiveness: A Cluster Approach. *International Advances in Economic Research*. Vol. 13, pp. 268-284. ISSN 1083-0898.

Herciu, M. – Ogorean, C. – Belascu, L. (2011). Culture and national competitiveness. *African journal of business management*. Vol. 5, Issue 8, pp. 3056-3062. ISSN 1993-8233.

Hickman, B. G. (1992). International Productivity and Competitiveness. New York: Oxford University Press. ISBN 978-0195065152.

Chursin, A. – Makarov, Y. (2015). Management of Competitiveness. Theory and Practise. Switzerland: Springer International Publishing Switzerland. ISBN 978-3319162430.

Moon, H. CH. – Choi, E. K. (2001). Cultural Impact on National Competitiveness. *Journal of International and Area Studies*. Vol. 8, Issue 2, pp. 21-36. ISSN 1226-8550.

Phusavat, K. – Comepa, N. – Sitko-Lutek, A. – Ooi, K. B. (2012). Intellectual capital: national implications for industrial competitiveness. *Industrial Management & Data Systems*. Vol. 112, Issue 6, pp. 866-890. ISSN 0263-5577.

The Global Competitiveness Report 2019. (2019). World Economic Forum.
http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf, [accessed 6.10.2020].

Thomson, E. R. (2004). National Competitiveness: A Question of Cost Conditions or Institutional Circumstances? *British Journal of Management*. Vol. 15, Issue 3, pp. 197-218. ISSN 1467-8551.

The Global Competitiveness Report za roky 2004 – 2019. (2004 – 2019). World Economic Forum. <https://www.weforum.org/search?query=competitiveness>, [accessed 5.10.2020].

Contact

Lenka Kalusová, Ing., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: lenka.kalusova@euba.sk

Ako reálne funguje risk on a risk off What is the Real Function of Risk-On and Risk-Off

Miroslav Kmeťko

Abstract

By investing directly, investors face the question of when to invest in specific assets. In addition to fundamental and technical analysis in the market, there is also the mood of individual investors, which is referred to as psychological analysis. This form of analysis does not take the classical form of analysis (fundamental or technical analysis), but is only based on the behaviour of investors seeking to reflect the current market situation. With this contribution, we have shown that the prices of different investment vehicles are evolving differently. If an investor assumes that a risk-off situation will occur in the market, it is better to invest in riskier assets such as securities against exchange rates. On the basis of research, it can also be summarised that there is a positive correlation between stock index developments and changes in exchange rate developments. If investors are interested in saving their money in this strategy, it is possible through ETFs that are directly focused on this form of investment.

JEL classification: E22, E 44

Keywords: risk-on risk-off, japanese yen, S&P 500

1 Úvod

Priamym investovaním sa súkromní investori stretávajú s problematikou kedy investovať do jednotlivých konkrétnych aktív. Okrem štandardných formách, ako sú formy fundamentálnej a technickej analýzy, na trhu pôsobí aj nálada jednotlivých investorov, čo je označované ako psychologická analýza.

Zatiaľ čo fundamentálna analýza predpokladá budúce možnosti rastu cien akcií, s použitím historických údajov, do očakávanej budúcnosti vývoja, hlavne v zmene, ziskov, tak technická analýza je založená na iba cenách akcií a ich celkových objemoch aby sa použitím výpočtov predvídala ako sa budú meniť ceny aktív.

Iná forma analýzy, psychologická analýza, nemá klasickú formu analýzy ako je fundamentálna alebo technická analýza, ale je len založená na správaní sa investorov, ktorí sa snažia reflektovať aktuálnu situáciu na trhu. Nereagujú tak na reálne publikované údaje spoločností ale snažia sa ísť "s trhom".

Čo znamená, že sa snažia kopírovať trendy na kapitálovom trhu. Snaha využívať stratégiu Risk-On a Risk-Off je hlavne využívaná v krátkodobom, špekulačnom, období, v rámci jedného dňa. Pretože sa nálada investorov výrazne mení v nasledujúci obchodný deň, keď sú k dispozícii nové informácie, ktoré môžu túto náladu výrazne zmeniť.

Nové informácie sú hlavne z oblasti makroekonomický dát, a tiež z oblasti politických vyjadrení, ktoré môžu výrazne zmeniť smerovanie ekonomiky, ako sú vyjadrenia vládných predstaviteľov alebo významných predstaviteľov centrálnych bánk.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

V literatúre je možné nájsť mnoho rozdielnych výsledkov v oblasti Risk-On a Risk-Off. Zatiaľ čo nové investície do portfólií do rozvojových ekonomík prinášajú výrazné zisky (Henry, 2007), na druhej strane výskum (Gelos et al., 2019), je založený na globálnom prístupe investorov k riziku. Tiež je publikovaných množstvo článkov, ktoré sú zamerané na

zahraničné investície a ich následné výnosnosti lokálneho trhu (Alfaro et al., 2014) alebo (Avdijev et al., 2019), prípadne (Moore et al. 2013).

Iný prístup má cmegroup.com, ktorá sleduje len vzťah výmenného kurzu AUD/JPY. Pokiaľ sú investor nastavený na Risk-Off, tak nakupujú tento výmenný pár, pokiaľ ale preferujú Risk-Oni tak tento výmenný pár nakupujú.

3 Výskumný dizajn

Cieľom práce je analýza vzťahu vývoja výmenného kurzu USD/JPY a tiež vývoja indexu kapitálového trhu S&P 500. Zatiaľ čo investovanie do japonského jenu, čo znamená znižovanie hodnoty výmenného kurzu, teda ako preferencia rizikovejšieho aktíva, tak aj zvyšovanie hodnoty akciového indexu znamená preferenciu viac rizikového aktíva, reprezentovaného investovaním do rizikovejších typov aktív ako sú akcie. Nie je možné použiť údaje, pre tieto vybrané finančné nástroje, pre rovnakú hodnotu času.

V rámci tejto práce použijeme metódu komparácie vývoja hodnôt sledovaných ukazovateľov. Problémom sa môže ukázať vzájomné porovnanie dosiahnutých výsledkov. Kapitálové trhy totiž končia o 22.00 hod. nášho času (CET), zatiaľ čo menové trhy končia o 23.00 hod. nášho času (CET).

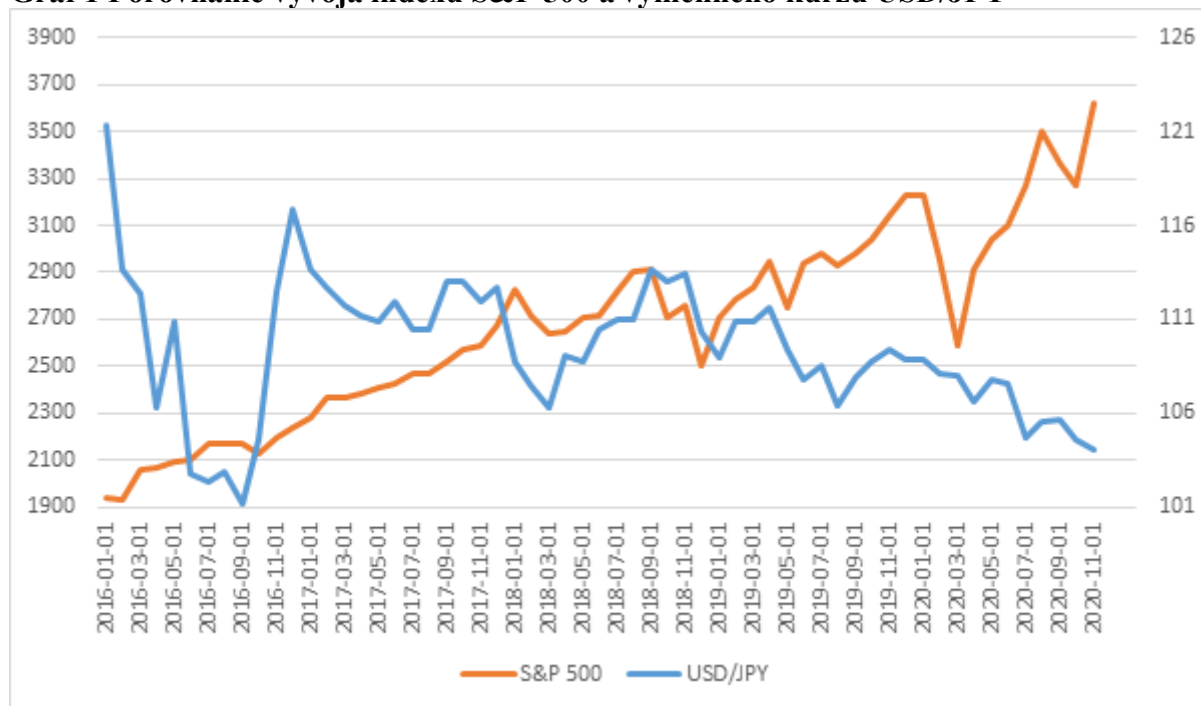
Tiež bude použitá štatistická metóda korelácie, ako základná metóda, používaná v rámci hľadania ekonomických výsledkov a ich následné vyhodnotenie pre vzájomný vzťah medzi dvomi premennými.

4 Výsledky práce a diskusia

Pre zistenie výsledkov boli použité historické údaje ich vývoja, ktoré následne boli spracované vo forme grafov. Na základe týchto údajov bola použitá metóda dedukcie, aby boli prezentované výsledky z daných údajov.

Prvá časť analýzy je zameraná na priame porovnanie hodnôt indexu S&P 500 a výmenného kurzu USD/JPY. Toto je uvedené v grafe 1.

Graf 1 Porovnanie vývoja indexu S&P 500 a výmenného kurzu USD/JPY

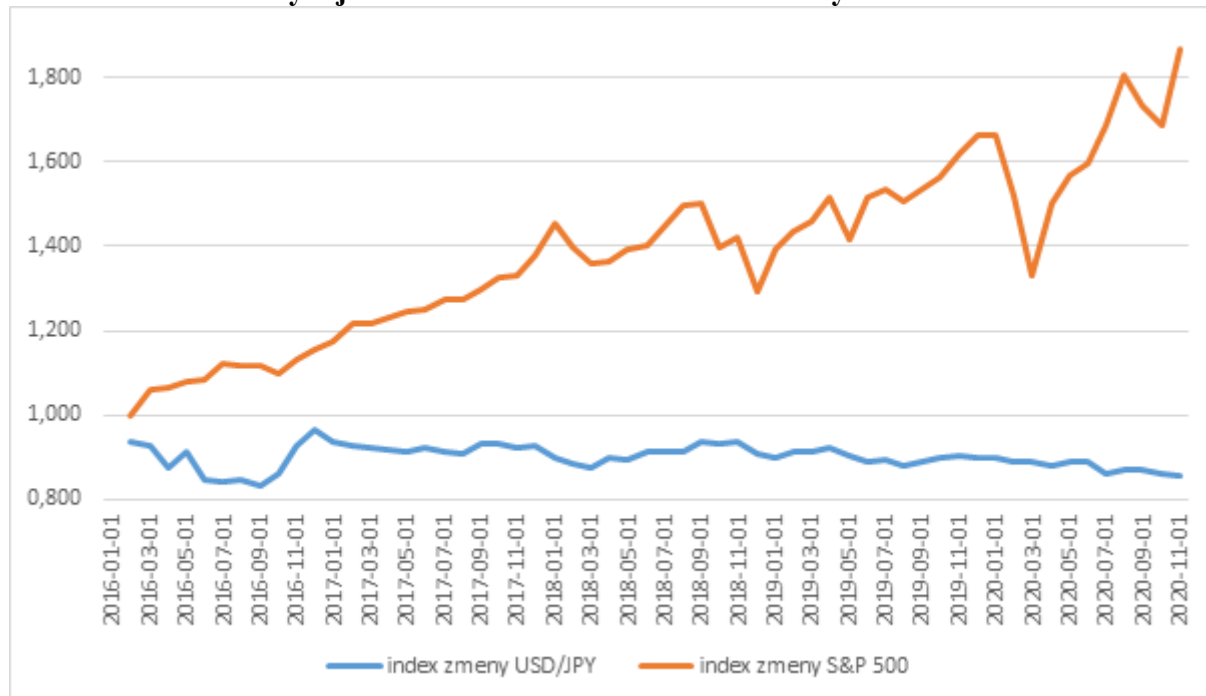


Zdroj: www.finance.yahoo.com, vlastné spracovanie autora

Z grafu je zrejmé, že zatiaľ čo hodnota indexu S&P 500 rastie tak hodnota výmenného kurzu USD/JPY klesá. Pokles hodnoty výmenného kurzu znamená, že investori nakupujú rizikovejšiu menu (USD) a predávajú menej rizikovejšiu menu (JPY). Môžeme teda potvrdiť, že preferencia rizikových aktív, v rámci risk-off, je týmto grafom potvrdená.

Či je možné sa prispôbiť sa reálnym zmenám zmeny vývoja zvoleného indexu a výmenného kurzu, ako lineárneho percentuálneho vzťahu medzi týmito dvoma hodnotami, reflektuje graf 2.

Graf 2 Porovnanie vývoja hodnôt zmien indexu S&P 500 a výmenného kurzu USD/JPY



Zdroj: www.finance.yahoo.com, vlastné spracovanie autora

Index rastu indexu kapitálového trhu je podstatne vyšší ako je index poklesu výmenného kurzu USD/JPY. To nám hovorí o nemožnosti priamej úmery medzi investovaním do týchto dvoch rozdielnych finančných nástrojov. Pre investorov je preto dôležité, ktorý s týchto nástrojov si vyberú pre investovanie.

Prekvapujúce je, že priemerná hodnota zmeny hodnoty indexu a výmenného kurzu sa rovná nule. Pre sledované obdobie to znamená, že výrazné kladné zmeny sa vyrovnali výrazným negatívnym zmenám.

Toto je potvrdené aj hodnotou koeficientu korelácie, ktorý je na hodnote 0,087. Čo znamená, že pokiaľ sa percentuálna hodnota indexu S&P 500 zvýši tak je veľmi možné, že sa hodnota výmenného kurzu USD/JPY zníži. Nie je to ale v rovnakej percentuálnej výške ako pri indexe. Aj keď hodnota kurzu akciového indexu S&P 500 výrazne rastie, tak to nie je podporené poklesom rovnakým poklesom výmenného kurzu USD/JPY. Je to potvrdenie teórie, že koeficient korelácie vyjadruje smer ale nie rovnaké hodnoty zmeny v podkladových aktívach, ktoré sú sledované.

Ako aj pre iné investičné stratégie pre Risk-On a Risk-Off existuje ETF. Ale tento fond s názvom ATAC US Rotation ETF (RORO) od spoločnosti MV Index Solutions, nie je možné použiť v našej analýze pretože vznikol až v novembri roku 2020. Čo znamená, že má príliš krátku históriu pre analýzu. Je založený na tom, že sleduje zmeny v cenách amerických dlhopisov a akcií, na týždennej báze, a poskytuje cenový vývoj zlata. A tiež denné

obchodovanie s akciami ETF je spojené s nízkou mierou likvidity, čo podľa ekonomickej literatúry, nemusí reálne prezentovať reálnu cenu aktuálneho nastavenia nálady investorov.

Iný ETF s podobnou investičnou stratégiou s názvom Cabana Target Drawdown 10 ETF (TDSC). Tento fond má tiež krátku históriu, obchodovanie začalo 16.9.2020, má tiež krátku históriu pre analýzu. Podobne ako predchádzajúci fond má tiež nízku mieru denného obchodovania, cca 2 000 kusov akcií denne, čo sa absolútne nedá porovnať s ETF, ktorý replikuje index S&P 500, ktorý sa denne obchoduje v stovkách miliónov akcií.

5 Záver

Týmto príspevkom sme dokázali, že ceny rôznych investičných nástrojov sa vyvíjajú rôzne. Pokiaľ investor predpokladá, že na trhu nastane situácia Risk-Off, tak je lepšie investovať do rizikovejších aktív ako sú cenné papiere oproti menovým kurzom.

Na základe výskumu je tiež možné zhrnúť, že existuje pozitívna korelácia medzi vývojom akciového indexu a zmenami vo vývoji menových kurzov. Čo znamená, že pokiaľ investori dokážu odhadnúť jednu z týchto premenných, tak dokážu odhadnúť aj vývoj druhej odhadovanej premennej.

Pokiaľ investori majú záujem uložiť svoje peniaze do tejto stratégie, tak je to možné najmä prostredníctvom ETF fondov, ktoré sú priamo zamerané na túto formu investovania. Vždy však zostáva preferencia formy priameho investovania alebo nepriameho investovania, či už vo forme investovania priamo do akcií alebo investovania cez ETF fondy ako formou, ktorá reprezentuje pasívne investovanie.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/19 „Alokácia aktív v prostredí nízkych úrokových mier vo finančných a nefinančných podnikoch v SR.“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Alfaro, L. S. – Kalemli-Ozcan, S. – Volosovych, V. (2014). Sovereigns, Upstream Capital Flows, and Global Imbalances. *Journal of the European Economic Association*. Vol. 12, Issue 5, pp. 1240–1284. ISSN 1542-4766.

Avdjiev, S. – Du, W. – Koch, C. – Shin, H. S. (2019). The Dollar, Bank Leverage, and Deviations from Covered Interest Parity. *American Economic Review: Insights*. Vol. 1, Issue 2, pp. 193-208. ISSN 0002-8282.

Henry, P. B. (2007). Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation. *Journal of Economic Literature*. Vol. 45, Issue 4, pp. 887-935. ISSN 0022-0515.

International Monetary Fund. (2019). Gelos, G. – Grinberg, F. – Mancini-Griffoli, T. – Khan, S. – Narita, M. – Rawat, U. *Has Higher Household Indebtedness Weakened Monetary Policy Transmission?* <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/01/15/Has-Higher-Household-Indebtedness-Weakened-Monetary-Policy-Transmission-46511>, [accessed 1.11.2020]

Federal Reserve Bank of New York. (2013). Moore, J. – S. Nam, M. S. – A. Tepper. (2013). Estimating the impacts of US LSAPs on emerging market economies local currency bond markets. *Staff Report, January 2013, No. 595*, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr595.pdf, [accessed 1.11.2020]

CMEGroup. (2011). *Pursuing Risk-on Risk-off Trades*. <https://www.cmegroup.com/education/files/pursuing-risk-on-risk-off-trades.pdf>, [accessed 1.11.2020]

<https://businesswire.com/news/home/20201111005573/en/MVIS-Lanches-the-ATAC-Risk-onRisk-Off-Domestic-Index>, [accessed 1.11.2020].

<https://etfdb.com/>, [accessed 1.11.2020].

www.finance.yahoo.com, [accessed 1.11.2020].

Contact

Miroslav Kmeťko, Ing. PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: miroslav.kmetko@euba.sk

Platobný proces európskeho trhu cenných papierov a vyrovnanie transakcií s cennými papiermi

Payment Procces of European Securities Market and Settlement Securities Transactions

Magdaléna Kubranová

Abstract

The objective of the Eurosystem's is to establish a common securities settlement platform. TARGET2-Securities is based on the TARGET2 platform. T2S operates on a centralized engine enabling harmonized clearing and settlement services of securities in euro and in other currencies providing interest of non-euro area central banks. In T2S as a single platform for settling both cash and securities transactions in central bank money are centrally managed the cash accounts and the securities accounts. The provision and management of liquidity on cash accounts in T2S is under the responsibility of payment banks (including settlement banks). Liquidity used for securities settlement in T2S is transferred from accounts held in RTGS systems of national central banks. For euro it is TARGET2. T2S is only a settlement service for all types of securities. That means that custody and other services remain to be performed by central securities depositories. Central securities depositories are the gateways through which market participants are able to access T2S services. Participants continue to contract with one or more CSDs for the settlement of securities eligible and collateral operations for such settlement. Moreover the CSDs - not market participants - contract with the Eurosystem for T2S services. Each CSD is invited to agree to move its settlement to T2S and offer its clients borderless settlement of trading and collateral operations.

JEL classification: G 21, E 58

Keywords: central securities depositories, securities settlement platform

1 Úvod

Keďže v súčasnosti je už štandardom obchodovať aj so zahraničnými cennými papiermi na zahraničných trhoch, snahou Eurosystemu bolo vybudovať jednotnú technickú platformu, ktorá by zabezpečila plynulé vyrovnanie cezhraničných obchodov s cennými papiermi, odstránila rozdiely na jednotlivých trhoch a harmonizovala vyrovnanie cenných papierov. *TARGET2 Securities (T2S)* je technická platforma, ktorá je výsledkom procesu globalizácie a integrácie finančných trhov. Cieľom *T2S* bola podpora konsolidácie infraštruktúry európskeho trhu cenných papierov, maximalizácia bezpečnosti a výkonnosti vyrovnania transakcií s cennými papiermi a tiež zabezpečenie výkonu cezhraničného vyrovnania na rovnakej úrovni a za rovnakých cenových podmienok ako domáceho vyrovnania.

Táto technická platforma je službou Eurosystemu poskytovanou centrálnym depozitárom umožňujúcou vyrovnanie transakcií s cennými papiermi v peniazoch centrálnych bánk v rámci eurozóny a celého európskeho hospodárskeho priestoru primárne v mene euro a aj v iných menách v prípade záujmu centrálnych bánk mimo eurozóny. Za účelom vyrovnania na princípe dodanie oproti platbe majú zriadené v *T2S* účty cenných papierov centrálny depozitár a účelové peňažné účty centrálny banky. *ECB* preto formálne oslovila všetky európske depozitáre, aby sa zapojili do iniciatívy budovania jednotnej technickej platformy *T2S*. V rokoch 2008 až 2012 prebiehala fáza špecifikácie, počas ktorej bola zadefinovaná detailná funkčná špecifikácia a ďalšie technické dokumenty, ktoré slúžili pri programovaní softvéru *T2S*. Kľúčovým bodom bolo podpísanie memoranda o porozumení medzi *ECB* a

centrálnymi depozitármi, ktoré prejavili záujem podieľať sa na vývoji *T2S*. Eurosystem spustil činnosť tejto platformy ešte v júni 2015.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

NBS prevádzkuje od roku 2009 platobný systém *TARGET2-SK* ako komponent európskeho systému *TARGET2*. Má decentralizovanú štruktúru, ktorá spája národné systémy hrubého vyrovnania platieb v reálnom čase. Predstavuje množinu platobných systémov zloženú zo všetkých platobných systémov, ktoré sú súčasťou *TARGET2*. Hrubým vyrovnaním platieb v reálnom čase sa spracovávajú a vyrovnávajú príkazy podľa jednotlivých transakcií v reálnom čase. Ktorýkoľvek zo systémov hrubého vyrovnania platieb v reálnom čase je systémom centrálnych bánk Eurosystemu, a tvorí súčasť *TARGET2*.

2.1 TARGET 2 - Securities

TARGET2 Securities, je technická platforma poskytovaná Eurosystemom, ktorú prevádzkujú štyri centrálné banky – nemecká, talianska, francúzska a španielska centrálna banka. Štyrmi centrálnymi bankami sú Deutsche Bundesbank, Banque de France, Banca d'Italia a Banco de España ako centrálné banky, ktoré vytvárajú a prevádzkujú platformu *T2S* v prospech Eurosystemu. Platformu *T2S* predstavuje súbor prvkov hardvéru, softvéru a ostatných prvkov technickej infraštruktúry, prostredníctvom ktorého Eurosystem poskytuje služby zúčastneným centrálnym depozitárom cenných papierov a centrálnym bankám Eurosystemu, ktoré umožňujú základné a nestranné vyrovnanie transakcií s cennými papiermi v peniazoch centrálnej banky formou dodania oproti platbe bez ohľadu na hranice.

Táto platforma zabezpečuje plynulé vyrovnanie cezhraničných obchodov s cennými papiermi prostredníctvom účtov cenných papierov, ktoré sú vedené v centrálnych depozitároch a účelových peňažných *DCA* účtov. Peňažné *DCA* účty sú vedené centrálnymi bankami a sú vyhradené len na vyrovnanie peňažnej časti obchodov s cennými papiermi v peniazoch centrálnych bánk. *TIPS* je pritom celoeurópska platobná služba, ktorá umožňuje rýchle, bezpečné a nepretržité vyrovnanie okamžitých platieb v priebehu niekoľkých sekúnd 24 hodín denne/7 dní v týždni/365 dní v roku.

V rokoch 2009 až 2014 prebiehala fáza, počas ktorej bol vybudovaný a otestovaný softvér *T2S* na strane štyroch centrálnych bánk a boli certifikovaní poskytovatelia sieťových služieb (SWIFT, Sia/Colt). Zároveň všetky centrálné banky a depozitáre vypracovali štúdiu realizovateľnosti, v ktorej zhodnotili svoju pripravenosť na *T2S* z hľadiska adaptácie svojich IT systémov, procesov a aktivít, ktoré bolo nutné zabezpečiť. V máji 2014 sa začala fáza používateľského testovania a centrálné banky, centrálné depozitáre a ich účastníci začali s testovaním konektivity k *T2S*. V novembri 2014 úspešne prebehlo prvé testovanie. Do testovania sa postupne zapojili aj členovia centrálnych depozitárov podľa toho, ako boli depozitáre súčasťou jednotlivých migračných vln *T2S*.

Na podporu vývoja a realizácie projektu *T2S* boli na národných úrovniach vytvorené zoskupenia účastníkov národných trhov, tzv. NUG (National user Group). Prostredníctvom tohto fóra používatelia služieb na vyrovnanie cenných papierov posudzujú vplyv funkcionalít *T2S* na lokálnom trhu a získavajú informácie o aktuálnom stave projektu *T2S*. Členmi NUG v Slovenskej republike sú zástupcovia NBS, Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s., Ministerstva financií SR, Slovenskej bankovej asociácie a Asociácie obchodníkov s cennými papiermi. Prípravy a migrácia z pohľadu NBS Národná banka Slovenska bola spolu s CDCP a jeho členmi účastníkom štvrtej migračnej vlny, ktorá vo februári 2017 úspešne migrovala do produkčného prostredia *T2S*. Samotnej migrácii však predchádzali roky analyzovania a priprav na používanie budúcich funkcionalít súvisiacich s *T2S*.

2.2 Pozícia centrálnych depozitárov cenných papierov v SR a T2S

Už v roku 2012 bola podpísaná Rámcová zmluva Eurosystému s jednotlivými centrálnymi depozitármi o vývoji a budúcom prevádzkovaní platformy T2S a tiež bola podpísaná i Zmluva Eurosystému s centrálnou bankou Dánska o poskytnutí dánskej národnej meny pre vyrovnanie v T2S. Centrálna depozitára sú subjekty kapitálového trhu cez ktoré trh vstupuje ku službám T2S. Účty cenných papierov sú naďalej právne príslušné k jednotlivým centrálnym depozitárom. Subjekty finančného trhu majú i naďalej uzatvorenú zmluvu s centrálnym depozitárom za účelom zabezpečenia vyrovnania na účtoch cenných papierov. Jedným z predpokladov využívania služieb T2S pre centrálna depozitára je uzatvorenie zmluvy s Eurosystémom.

Centrálny depozitár cenných papierov SR, a.s. pôsobí na kapitálovom trhu a vykonáva činnosti centrálného depozitára na základe udeleného povolenia vydaného Národnou bankou Slovenska. *CDCP SR* je centrálnym depozitárom podľa Nariadenia Európskeho Parlamentu a Rady (EÚ) o zlepšení vyrovnania transakcií s cennými papiermi v Európskej únii, centrálnych depozitároch cenných papierov a poskytuje služby emitentom zaknihovaných a listinných cenných papierov, účastníkom, majiteľom účtov ako aj ďalším skupinám osôb. *CDCP SR* svojim klientom poskytuje profesionálne služby. Všetky externé aj interné aktivity sú transparentné v zmysle platných právnych predpisov.

Úspešnou migráciou *CDCP* do T2S bola ukončená niekoľkoročná príprava. Depozitár sa zúčastnil na všetkých prípravných fázach projektu vrátane testovania piatich migračných víkendov. Migrácia do produkčného prostredia T2S sa skladala z dvoch veľkých celkov. V prvej časti ako pred migračnej fáze depozitár vykonal konfiguráciu statických dát v T2S (majetkové účty, subjekty, ISIN atď.), druhú časť tvoril samotný migračný víkend, počas ktorého boli nakonfigurované dynamické dáta (prvotné pozície na účtoch a tzv. pending inštrukcie). V *CDCP* bola počas migračného víkendu paralelne zavedená aj nová verzia interného informačného systému, ktorý je schopný synchronizovane komunikovať s platformou T2S. Súčasťou príprav na internú migráciu bolo potrebné vykonať určité aktivity pre vybudovanie komunikácie s novým informačným systémom (režimu pripojenia od používateľa k aplikácii U2A a režimu pripojenia od aplikácie k aplikácii A2A) a oboznámiť sa s jeho funkcionalitami a prevádzkovými postupmi. Prvý prevádzkový deň 6. 2. 2017 *CDCP* ihneď zaznamenal živú prevádzku zo strany klientov a členov *CDCP*. Všetci členovia vyhodnotili prevádzku T2S ako stabilnú.

Národný centrálny depozitár cenných papierov, a. s. (NCDP) ako právnická osoba formálne vznikol 1.11.2014 v súlade s Konceptiou rozvoja kapitálového trhu vypracovanou Ministerstvom financií Slovenskej republiky, a schválenou uznesením vlády SR, a na základe rozhodnutia o povolení na vznik a činnosť centrálného depozitára udeleného Národnou bankou Slovenska. Zakladateľom a jediným akcionárom *NCDP* je Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s. Národný centrálny depozitár cenných papierov, a. s., je súkromnou akciovou spoločnosťou fungujúcou v zmysle ustanovení Obchodného zákonníka, pokiaľ zákon o cenných papieroch neustanovuje inak. V októbri 2016 sa Národný centrálny depozitár cenných papierov, a. s., stal súčasťou zoznamu členských krajín Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy ESMA ktorý plní funkcie finančnej regulačnej agentúry Európskej únie. Od začiatku roka 2017 Národný centrálny depozitár cenných papierov, a. s., ako jediný centrálny depozitár v Slovenskej republike, poskytuje služby spojené s registráciou emisií akcií tzv. jednoduchých spoločností na akcie (JSA) a k nim sa viažucich osobitných práv akcionárov. JSA je osobitnou právnou formou podnikania v Slovenskej republike, zámerom zavedenia ktorej bola podpora start-upov.

Systém vyrovnania transakcií s cennými papiermi prevádzkovaný *NCD* je po splnení príslušných kritérií od septembra 2017 na základe rozhodnutia Európskej centrálnej banky (ECB) oficiálne považovaný za spôsobilý a oprávnený na používanie v úverových operáciách Eurosystemu. Národný centrálny depozitár cenných papierov, a. s., sa po úspešnej migrácii uskutočnenej 27. októbra 2017 po (aj v podmienkach EÚ) rekordne krátkom prípravnom období stal súčasťou jednotnej technickej platformy Európskej centrálnej banky *T2S*. Úspešná migrácia pre *NCD* znamená byť súčasťou spoločenstva vyše dvadsiatich európskych centrálnych depozitárov, ktoré majú v rámci systému *T2S* možnosť vykonávať cezhraničné vyrovnanie obchodov s cennými papiermi na rovnakej úrovni a za rovnakých cenových podmienok ako domáce vyrovnanie, pri maximalizácii bezpečnosti a výkonnosti celého procesu vyrovnania. *NCD* je špecializovaný subjekt poskytujúci služby v oblasti infraštruktúry kapitálového trhu moderným a flexibilným spôsobom, so silným proklientskym prístupom. Poskytované služby sú založené na individuálnom prístupe k požiadavkám emitentov a ostatných klientov. Národná banka Slovenska, ako orgán dohľadu udelila s účinnosťou od júla 2018 povolenie na činnosť centrálného depozitára spoločnosti *NCD*, a. s. SR.

3 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania

3.1 Cieľ práce

Hlavným motívom predmetnej témy príspevku a súčasne cieľom práce je skúmať taxatívny obsah zákonných a aplikovateľných náležitostí v platobnom procese pri vyrovnaní transakcií s cennými papiermi, vzájomné práva a povinnosti majiteľov účtov v *T2S*. Cieľ príspevku naplníme cez skúmanie parciálnych aspektov pri stanovenej záväznosti uplatňovania podmienok pre účastníkov platobného procesu v oblasti obchodov s cennými papiermi a stanovených záväzných činností súvisiacich s vyrovnaním realizovaných transakcií cez platobný systém *T2S*.

3.2 Metodika práce a metódy skúmania

Objektom skúmania predmetnej témy sú zákonné úpravy a identifikácia špecifickej terminológie pre trh platobných služieb, metodické usmernenia, opatrenia, stanoviská a rozhodnutia regulátora a dohliadacích orgánov. Informačným zdrojom na zistenie stavu dodržiavania zákonných povinností sú nahliadnuté webové stránky hlavných aktérov v platobnom procese depozitáre cenných papierov, poskytovateľov platobných služieb a dohliadacie inštitúcie nad finančným trhom v SR a EÚ.

Pracovné postupy pri skúmaní vychádzajú z pozorovania, ktoré sa uskutočnilo systematicky na základe empirických poznatkov o užitočnosti poznania aktuálneho stavu poskytovania platobných služieb pri obchodovaní s cennými papiermi a vyrovnaní transakcií s CP na finančnom trhu, ako aj zásady špecifického trhu platobných služieb a jeho užívateľov.

Spôsob získavania údajov a ich zdroje nadväzujú na základné zdrojové dokumenty k spracovaniu uvedenej témy a sú to hlavne aktuálne úplné znenia zákonov a viacerých vykonávacích predpisov k skúmanej problematike, prevádzkové poriadky centrálnych depozitárov v SR, kde sme zisťovali implementáciu praktických postupov pre účastníkov.

Použitie metódy vyhodnotenia a interpretácie výsledkov sú odrazom popisného skúmania a použili sme deskriptívny prístup, ktorý je založený na empirickom rozbere už existujúcich a uskutočnených systémov a ukazuje, aký je reálny stav danej problematiky. Empirickým poznáním sme izolovali danú tému a systematicky sme vytriedili poznatky o využití sledovaných povinností v praxi ako aj v interakcii s úrovňou informovania používateľov na trhu cenných papierov.

4 Výsledky práce

4.1 Nastavenie podmienok vyrovnávania platieb v reálnom čase

Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého vyrovnania platieb v reálnom čase v eurách poskytuje vyrovnanie v peniazoch centrálnej banky v rámci PM účtov a T2S DCA účtov na účely obchodov s cennými papiermi a TIPS DCA účtov na účely okamžitých platieb. T2S DCA účet je účelový peňažný účet v TARGET2-SK, ktorý sa používa na hotovostné platby súvisiace s vyrovnaním obchodov s cennými papiermi v T2S. Národné centrálné banky zabezpečujú jednotnú spoločnú technickú platformu, v rámci ktorej sa na PM účtoch zúčtovávajú platby účastníkov. PM účtom je účet vedený centrálnou bankou Eurosystemu, ktorého majiteľom je účastník TARGET2 a ktorý je pre účastníka potrebný na zadávanie príkazov alebo prijímanie platieb a vyrovnanie platieb s centrálnou bankou Eurosystemu. Hlavným PM účtom je prepojený T2S DCA účet, na ktorý sa na konci dňa automaticky vráti akýkoľvek zvyšný zostatok na T2S DCA účte.

Na vyrovnanie transakcií je možné využiť niekoľko druhov príkazov: prevodný príkaz na úhradu, príkaz na prevod likvidity, príkaz na inkaso, príkaz na prevod likvidity z PM účtu na T2S DCA účet alebo príkaz na prevod likvidity z PM účtu na TIPS DCA účet. **Okamžitým príkazom** sa môže zadať príkaz na prevod likvidity z T2S DCA účtu na PM účet, príkaz na prevod likvidity z PM účtu na T2S DCA účet alebo príkaz na prevod likvidity z T2S DCA účtu na T2S DCA účet v reálnom čase po prijatí uvedeného príkazu. **Vopred stanoveným príkazom na prevod likvidity** sa dáva pokyn na prevod určitej sumy peňažných prostriedkov z T2S DCA účtu na PM účet, ktorý sa má vykonať len raz v určenom čase alebo pri určenej udalosti.

Dostupná likvidita predstavuje kreditný zostatok na T2S DCA účte znížený o sumu akýchkoľvek spracovaných rezervácií likvidity alebo o sumu blokácií peňažných prostriedkov. Na **úpravu likvidity** sa získava povolenie, ktoré na základe riadne zdokumentovaného osobitného zmluvného dojednania zaregistrovaného v rámci statických údajov poskytuje majiteľ T2S DCA účtu svojmu zúčastnenému centrálnemu depozitáru cenných papierov alebo Národnej banke Slovenska na iniciovanie prevodov likvidity medzi T2S DCA účtom a PM účtom alebo medzi dvomi T2S DCA účtami.

Príkazom na prevod likvidity z T2S DCA účtu na T2S DCA účet je príkaz na prevod určitej sumy peňažných prostriedkov z T2S DCA účtu na T2S DCA účet prepojený s tým istým hlavným PM účtom alebo T2S DCA účet, ktorého majiteľom je tá istá právnická osoba. **Trvalým príkazom na prevod likvidity** je príkaz na prevod určitej sumy peňažnej hotovosti alebo celej peňažnej hotovosti dostupnej na T2S DCA účte v T2S z T2S DCA účtu na PM účet, ktorý **sa má vykonávať opakovane v určenom čase** alebo **pri určenej udalosti počas cyklu spracovania** v T2S dovtedy, kým sa tento príkaz nezruší alebo kým neuplynie obdobie jeho platnosti. Poskytovanie a riadenie likvidity na peňažných účtoch je zodpovednosťou bánk pre vyrovnanie. **Nevyrovnaným príkazom** je taký príkaz, ktorý nie je vyrovnaný v ten istý pracovný deň, keď je prijatý.

T2S ako technická platforma je určená na vyrovnanie obchodov s cennými papiermi prostredníctvom: *majetkových účtov (Securities Accounts)*, čiže účtov cenných papierov, ktoré sú vedené v centrálnych depozitároch a *peňažných účtov (Dedicated Cash Accounts, ďalej len DCA účty)*, ktoré sú vedené centrálnymi bankami a sú vyhradené len na vyrovnanie peňažnej časti obchodov s cennými papiermi v T2S v peniazoch centrálnych bánk. Hlavným prvkom stability v tejto platforme je, že centrálna depozitára a centrálna banka umiestňujú majetkové a peňažné účty do jednotnej platformy T2S. Právna zodpovednosť za účty vedené v T2S však zostáva oddelená. To znamená, že zmluvy o vedení majetkových účtov uzatvárajú so svojimi členmi centrálna depozitára a zmluvy o vedení DCA účtov uzatvárajú s účastníkmi centrálna banka. T2S vykonáva iba vyrovnanie obchodov s cennými papiermi a ostatné služby

depozitárov zostávajú naďalej v gescii samotných depozitárov. Hlavným prvkom integrácie a výhodou harmonizácie je, že členovia viacerých centrálnych depozitárov môžu na účely finančného vyrovnania obchodov s cennými papiermi v jednej mene využívať iba jediný peňažný *DCA* účet otvorený v centrálnej banke. Pre potreby likvidity je každý otvorený *DCA* účet prepojený na jeden hlavný *PM* účet1 v platobnom module *TARGET2*. V rámci tohto prepojenia majú účastníci možnosť riadiť si likviditu na *DCA* účtoch prostredníctvom prevodov likvidity medzi *DCA* a *PM* účtami. V súčasnosti *T2S* poskytuje vyrovnanie iba v mene euro. Na základe schválenia Rady guvernérov *ECB* sa však aj centrálné banky mimo eurozóny môžu rozhodnúť o sprístupnení svojej meny v *T2S*. Napríklad v roku 2018 tak pribudla v *T2S* možnosť vyrovnania cenných papierov aj v dánskej korune. Už v roku 2012 bola podpísaná Rámcová zmluva Eurosystému s jednotlivými centrálnymi depozitármi o vývoji a budúcom prevádzkovaní platformy *T2S* a tiež bola podpísaná i Zmluva Eurosystému s centrálnou bankou Dánska o poskytnutí dánskej národnej meny pre vyrovnanie v *T2S*.

4.2 Sankčný mechanizmus - platobný proces vyrovnania sankčných záväzkov

Významným prvkom v platobnom procese je aktuálny spôsob vyrovnania sankčných záväzkov a oprávnení. Prístup k platbám v rámci sankčného mechanizmu predstavuje použitie *payment-free-of-delivery (PFOD)* príkazov, ktoré sa podobne ako samotné príkazy na vyrovnanie cenných papierov vyrovnávajú v systéme *T2S*. Tieto *PFOD* príkazy sú podobne ako klasické príkazy na vyrovnanie podané do *T2S* v ISO20022 formáte ako príkazy s nulovým počtom, resp. objemom cenných papierov a nenulovým finančným objemom na vyrovnanie. V 15. obchodný deň mesiaca nasledujúceho po reportovanom období podá *CDCP* do *T2S* dané *PFOD* príkazy predstavujúce buď debetné (t.j. *DCA* účet účastníka bude debetovaný a *DCA* účet *CDCP* kreditovaný) alebo kreditné (t.j. *DCA* účet *CDCP* bude debetovaný a *DCA* účet účastníka kreditovaný) platby na vyrovnanie sankčných záväzkov a oprávnení.

V rámci štandardných *T2S* funkcionalít dostanú účastníci o týchto príkazoch a ich detailoch kópie, ktoré budú zároveň v určitom zmysle predstavovať platobné avíza informujúce o čiastke, ktorú by mal účastník počas 17.obchodného dňa (ktorý sa rovná požadovanému dňu vyrovnania daných *PFOD* príkazov) uhradiť alebo obdržať. Keďže *CDCP* ako centrálny depozitár nemôže z titulu vyššie uvedeného nariadenia 909/2014 vstupovať do finančného rizika, je nutné aby najprv všetky prostriedky k prerozdeleniu (t.j. debetné *PFOD*) vyzbieral v plnej výške a až následne vyrovnal kreditné *PFOD*. Pre účastníkov to znamená povinnosť mať v prípade avizovaných debetných *PFOD* inštrukcií na *T2S DCA* účtoch k začiatku nočného vyrovnania 17. obchodného dňa vždy zostatky umožňujúce vyrovnanie týchto debetných *PFOD* inštrukcií ešte behom nočného vyrovnania.

Nastavenia *DCA* účtov. Čo sa týka *T2S DCA* účtov, ktoré sú použité na vyrovnanie *PFOD* príkazov v rámci sankčného mechanizmu, nebude *CDCP* účastníkom predpisovať či si majú otvoriť špecializované (pre sankčný mechanizmus) *DCA* účty, alebo či budú používať *DCA* účty pre štandardné vyrovnanie. V oboch prípadoch ale bude *CDCP* od účastníkov žiadať mimo štandardného prepojenia *DCA* účtu na účet cenných papierov i autorizáciu k použitiu týchto účtov pre účely vyrovnania *PFOD* príkazov v rámci sankčného mechanizmu a prepojenie týchto účtov. V tejto súvislosti *CDCP* upozorňuje účastníkov na potrebu zváženia možných rizík a výhod spojených s využívaním všeobecných *DCA* (t.j. ak by účastník použil *DCA* na štandardné vyrovnanie i vyrovnanie sankčného mechanizmu) hlavne v prípadoch kedy jeden *DCA* užíva niekoľko samostatných subjektov súčasne.

Reporting a komunikácia. *CDCP* zasielajú účastníkom mesačne agregované mesačné reporty a každý deň denné reporty obsahujúce prvotné výpočty sankcií za predošlý deň a modifikované prepočty sankcií v prípade zmien či už kvalitatívnych (napr. v dôsledku

apelačnej procedúry) alebo kvantitatívnych (zmeny vo vstupných parametroch ako je napríklad klasifikácia alebo cena podkladového cenného papiera). Oba typy reportov sú účastníkom zasielané formou správy zásadne v ISO20022 formáte, t.j. so zasielaním akýchkoľvek správ v inom formáte sa nepočíta. Apelačná procedúra bude prebiehať formou e-mailovej komunikácie s použitím štandardizovaných komunikačných šablón.

4.3 Transakcie zlyhaného účastníka v centrálnom depozitári

Účastník oznamuje CDCP svoje **zlyhanie z dôvodu insolvenzie**. CDCP preto zruší prístupové práva zlyhanému účastníkovi a informuje partnerov v platobnom systéme T2S, Národnú banku Slovenska a všetkých ostatných účastníkov napr. centrálne protistrany, obchodníkov s cennými papiermi, prepojené centrálne depozitáre alebo prevádzkovateľa spoločnej infraštruktúry vyrovnania používanej CDCP, Burzu cenných papierov v Bratislave, a. s. a pod. CD vykoná analýzu dopadu platobnej neschopnosti účastníka za účelom zistenia či nie je účastníkom aj v iných CD a centrálnych bankách v EÚ, či nezadal cross inštrukcie voči iným centrálnym depozitárom a centrálnym bankám a či nevyužíva **autokolateralizáciu** a či inštrukcie zadane zlyhaným účastníkom do hlavného informačného systému spĺňajú podmienky okamihu neodvolateľnosti príkazu. Je to okamih, kedy je príkaz prijatý systémom vyrovnania centrálneho depozitára v informačnom systéme.

Autokolateralizácia je možnosť využitia vnútrodeného úveru poskytovaného národnou centrálnou bankou eurozóny v peniazoch centrálnej banky, ktorý sa používa vtedy, **keď majiteľ T2S DCA účtu nemá dostatok peňažných prostriedkov na vyrovnanie transakcií s cennými papiermi**, pričom takýto vnútrodený úver je zabezpečený buď kupovanými cennými papiermi „collateral on flow“ alebo cennými papiermi, ktoré majiteľ T2S DCA účtu už drží na svojom majetkovom účte „collateral on stock“. Autokolateralizácia pozostáva z dvoch odlišných transakcií, jednou je poskytnutie autokolateralizácie a druhou je jej splatenie, pričom môže zahŕňať aj tretiu transakciu pre prípadný prevod zábezpeky. Všetky tri transakcie vstupujú do systému a stávajú sa neodvolateľnými v rovnakom momente ako transakcia spočívajúca v poskytnutí autokolateralizácie.

Majiteľ T2S DCA účtu môže požiadať Národnú banku Slovenska o prepojenie svojho T2S DCA účtu s jedným alebo viacerými účtami cenných papierov, ktoré vlastní vo svojom mene alebo v mene svojich klientov, ktorí vlastnia účty cenných papierov v jednom alebo viacerých zúčastnených centrálnych depozitároch cenných papierov. Majitelia T2S DCA účtov, ktorí prepájajú svoj T2S DCA účet s jedným alebo viacerými účtami cenných papierov v mene klientov, sú zodpovední za zostavenie a vedenie zoznamu prepojených účtov cenných papierov a v prípade potreby za nastavenie funkcie kolateralizácie klienta.

Na základe žiadosti poskytne majiteľ T2S DCA účtu mandát centrálnemu depozitáru cenných papierov, v ktorom sú takéto prepojené účty cenných papierov vedené, na pripísanie súm vyplývajúcich z transakcií s cennými papiermi, ktoré prebiehajú na týchto účtoch cenných papierov, na ľarchu T2S DCA účtu.

CD oznamuje výsledky analýzy dopadu platobnej neschopnosti účastníka na prevádzku CD a prijaté opatrenia zlyhanému účastníkovi a všetkým zainteresovaným subjektom. Každý CD postupuje v súlade so zákonom o cenných papieroch a riadi sa aj vlastným prevádzkovým poriadkom. Dôležitým krokom je oznámenie zrušenia **transakcií zlyhanému účastníkovi ako aj partnerom v platobnom systéme T2S, NBS a všetkým ostatným účastníkom** napr. centrálnym protistranám, obchodníkom s cennými papiermi, prepojeným centrálnym depozitárom alebo prevádzkovateľovi spoločnej infraštruktúry vyrovnania používanej centrálnym depozitárom a burze CP, prípadne ďalším zainteresovaným subjektom.

5 Diskusia

Príkladom neplnenia záväzkov je hroziaca alebo existujúca skutočnosť, ktorej výskyt môže zmariť plnenie záväzkov zo strany účastníka podľa rozhodnutia alebo akýchkoľvek iných pravidiel vrátane tých, ktoré ECB bližšie určila vo vzťahu k operáciám menovej politiky Eurosystemu. Môžu sa uplatniť na vzťah medzi týmto účastníkom a Národnou bankou Slovenska alebo ktoroukoľvek inou centrálnou bankou, vrátane prípadu, keď účastník prestal spĺňať kritériá prístupu alebo technické požiadavky. Inou situáciou môže byť, keď sa voči účastníkovi začalo konkurzné konanie, podania návrhu týkajúceho sa ktoréhokoľvek iného konania; keď účastník vydá písomné vyhlásenie o svojej neschopnosti splácať všetky dlhy alebo ktorúkoľvek časť svojich dlhov, alebo plniť svoje záväzky vyplývajúce z vnútro denného úveru. Týka sa to aj uzavretia dobrovoľnej všeobecnej dohody alebo dohody účastníka so svojimi veriteľmi a platobnej neschopnosti účastníka alebo ak účastník nie je schopný splácať svoje dlhy alebo ak je za takého považovaný jeho centrálnou bankou. Rizikom je ak kreditný zostatok na PM účte, T2S DCA účte alebo TIPS DCA účte účastníka, alebo všetky aktíva účastníka alebo ich podstatná časť sú predmetom príkazu na zmrazenie, zabavenie alebo zaistenie, alebo predmetom akéhokoľvek iného konania, ktorého účelom je ochrana verejného záujmu alebo ochrana práv veriteľov účastníka. Prípadoom neplnenia je aj situácia, ak bola účastníkovi pozastavená účasť v inom systéme, ktorý je súčasťou TARGET2 alebo v pridruženom systéme, alebo ak bola účasť účastníka v inom systéme, ktorý je súčasťou TARGET2 alebo v pridruženom systéme ukončená. Prípadoom neplnenia je aj situácia ak akékoľvek podstatné uistenia alebo iné predzmluvné vyhlásenia urobené účastníkom alebo o ktorých sa predpokladá, že boli urobené účastníkom podľa rozhodného práva, sú nesprávne alebo nepravdivé alebo postúpenia všetkých aktív účastníka v ich podstatnej časti. Pozastavením vo vzťahu k účastníkovi môže byť dočasné zmrazenie práv a povinností účastníka na dobu určenú Národnou bankou Slovenska.

Predchádzajúci rok 2019 uplynul bez výrazných prevádzkových incidentov, ktoré by zásadne ohrozili systém a jeho účastníkov. Nevyskytli sa ani problémy, ktoré by ohrozili plynulé spracovanie platieb, alebo narušili samotnú prevádzku systému TARGET2 v NBS. Okrem dennej prevádzky systému, NBS zabezpečovala konzultačnú podporu účastníkom a pravidelné testovanie procedúr na obnovu činnosti. Podieľala sa aj na koordinácii vývoja, zmien, testovania a nasadzovania nových verzií programového vybavenia platformy SSP, na ktorej sa systém TARGET2 prevádzkuje. Novými verziami programového vybavenia sa do platformy SSP zavádzajú nové funkčné prvky a zmeny, ktoré Eurosystem schválil na základe požiadaviek užívateľov systému. Odstraňujú sa tiež chyby identifikované v predchádzajúcej verzii. S testovaním sankčného mechanizmu vo všetkých jeho aspektoch na úrovni komunity sa počíta od 3. štvrtroku 2020.

6 Záver

Služby spojené s obchodovaním s cennými papiermi a investíciami do cenných papierov predstavujú veľmi diverzifikovaný súbor činností. Motívom tohto príspevku bolo identifikovať a analyzovať aktuálne poznanie stavu migrácie inštitúcií kapitálového trhu do infraštruktúry európskeho platobného trhu a centrálného bankovníctva. V tejto súvislosti sme skúmali platobný proces taxatívnych náležitostí pri vyrovnávaní transakcií s cennými papiermi a vzájomné práva a povinnosti majiteľov účtov v T2S, depozitáre cenných papierov a sprostredkovateľov platobných služieb. Štandardizované postupy, ktoré sa ešte budú aplikovať v jednotlivých národných mechanizmoch, sú naďalej sledované a z hľadiska T2S sa počíta s vysoko harmonizovaným postupom všetkých depozitárov fungujúcich na tejto platforme.

Použitá literatura (References)

Belke, A. & Klose, J. (2019). Forecasting ECB Policy Rates with Different Monetary Policy Rules. *Finance A Úvěr: Czech Journal Of Economics And Finance*. Vol 69, No. 3. pp.238-252. ISSN 2464-7683.

https://www.cdcp.sk/content/uploads/2020/10/PP_CDCP_august-2020_FINAL1.pdf [accessed 15.10.2020].

<https://www.ncdcp.sk//subory/2020-09-03-prevadzkovy-poriadok-ncdcp-v8-web.pdf?u=1> [accessed 11.10.2020].

<https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progplan/html/index.en.html>. [accessed 28.10.2020].

Hasprová, M. (2017). Innovative distribution channels in banking. *Challenges for Financial Sector of Cee Countries in Overcoming Problems of Economic Integration In The Eu: Proceedings of The 9Th International Conference On Currency, Banking And International Finance: 20 And 21 September 2016, Bratislava, Slovak Republic*, pp. 81-87. ISBN 978-80-225-4362-0.

Jílek, J. (2013). *Finance v globální ekonomice I: peníze a platební styk*. Praha: Grada Publishing, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3893-2.

Majdloch, M. – Šanc, V. (2017). PSD 2: nejen nové služby, ale i větší ochrana zákazníků. *Bankovníctví: Odborný Měsíčník Pro Profesionální Finance*, Vol. 24, No3, pp. 22-23. ISSN 1212-4273.

Polouček, S. (2013). *Bankovníctví*, 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2013. ISBN 978-80-7400-491-9.

Rejnuš, O. (2014). *Finanční trhy. 4., aktualizované a rozšířené vydání*. Praha: Grada Publishing, a.s., 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.

Schlossberger, O. (2012). *Platební služby*. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-238-3.

Úplné znenie č. 3/2020 rozhodnutia Národnej banky Slovenska č. 10/2018 z 27. novembra 2018 http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_Vestnik/ROZ_3_2020.pdf. [accessed 15.10.2020].

Zákon č. 492/2009 Z. z. o platobných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

Contact

Magdaléna Kubranová, Ing. PhD.
Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu

Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: magdalena.kubranova@euba.sk

Analyza čerpania dlhopisov v SR a porovnanie s eurozónou **Analysis of Bond Drawing in SR and Comparison with the Euro Area**

Petra Polečová

Abstract

Interest in debt securities has recently increased among enterprises, but still not to a sufficient extent than in countries with developed capital markets. In connection with the capital market in Slovakia, there is a talk of its dysfunction and stagnation, where securities issued by the government dominate. For these reasons, too, major differences in developments in the euro area can be expected. The paper deals with the use of bonds in Slovakia and comparison of these data with euro area. For the analysis and subsequent comparison, we chose three data, namely the total volume of bonds, the sectoral breakdown and the type of coupon of debt securities issued. In the paper we used the method of analysis, synthesis and comparison.

JEL classification: G10, G39

Keywords: capital market, debt securities

1 Úvod

Už niekoľko rokov sa objavujú otázky o zmysluplnosti kapitálového trhu na Slovensku, ktorý neplní svoje základné úlohy. Dôvodom je najmä nedostatočná likvidita trhu, málo investorov či absencia kvalitných emisií. Skoro všetky obchody na burze sú tvorené dlhopismi, čo je presný opak oproti vyspelým kapitálovým trhom. Okrem toho sa jedná o štátne dlhopisy a nie podnikové. Dlhové cenné papiere však poskytujú množstvo výhod oproti úverom. Využívajú ich najmä veľké podniky, nakoľko sa s týmto zdrojom spájajú vysoké náklady a nároky na jeho získanie. Výhodou, je ale získanie prestíže, väčší objem finančných prostriedkov či možnosť prognózovania svojich výnosov do budúcnosti. V porovnaní s akciami majú dlhopisy nižšiu volatilitu a ich dlhodobé zhodnotenie je nižšie ako pri akciách.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Zákon o dlhopisoch definuje dlhopis ako cenný papier, s ktorým je spojené právo majiteľa požadovať splácanie dlžnej sumy v menovitej hodnote a vyplácanie výnosov z nej k určitému dátumu. Ide o úver, ktorý poskytuje investor dlžníkovi. Dlhopisy zväčša používajú obce, mestá a vláda na financovanie svojich projektov a operácií. Medzi dlhové cenné papiere zaradujeme všetky druhy dlhopisov, a to: pokladničné poukážky, zmenky, šeky, obligácie, depozitné certifikáty, vkladové listy a mnohé ďalšie. Najviac využívaným dlhovým cenným papierom sú obligácie.

Rozlišujeme niekoľko druhov obligácií. Chovancová (2006) delí obligácie podľa emitenta na:

- štátne obligácie – obligácie, ktoré sú emitované vládou. Majú vysokú istotu návratnosti, ale nižšie úročenie oproti ostatným druhom. Ide o najlikvidnejšie cenné papiere. Prostredníctvom štátnych obligácií sa reguluje množstvo peňazí v obehu. Získané prostriedky slúžia napríklad na výstavbu infraštruktúry. Výnosnosť týchto obligácií je ovplyvnená najmä infláciou, ale tiež hrubým domácim produktom, zadlženosťou alebo úrokovými sadzbami.
- komunálne obligácie – obligácie sú emitované obcou, vyšším územným celkom alebo bankou. Banky zo získaných peňazí poskytujú obci komunálny úver využívaný napríklad na zlepšenie infraštruktúry v obci. Riziko týchto cenných papierov je relatívne nízke, nakoľko za ne ručí svojim majetkom mesto alebo obec, ktoré ich vydali (Šturc, 2004).

Výhodou je tiež dobré zhodnotenie alebo daňové úľavy. Splácanie sa uskutočňuje zo štátneho alebo obecného rozpočtu.

- bankové obligácie a hypotekárne záložné listy – bankové obligácie sú emitované bankou na obdobie 5 až 30 rokov. Emisiu obligácií si banka sprostredkúva sama a nakupuje ich cez pobočkovú sieť banky. Hypotekárne záložné listy emitujú hypotekárne banky. Sú kryté záložným právom k nehnuteľnosti. Výnos nie je príliš vysoký, ale vďaka dvojitému krytiu ide o bezpečné investície.
- podnikové obligácie – tieto obligácie sú emitované podnikmi. Slúžia na získanie prostriedkov na investičné projekty. Sú spojené s vyšším rizikom nesplatenia, ale majú vyšší úrok. Najčastejšie ich emitujú veľké spoločnosti, nakoľko ich emisia predstavuje pre podniky vysoké náklady.

Podľa Zákona o dlhopisoch môže byť výnos dlhopisu určený pevnou úrokovou sadzbou; pevnou úrokovou sadzbou a podielom na zisku; rozdielom medzi menovitou hodnotou dlhopisu a jeho nižším emisným kurzom; vyžrebovateľnou prémiou alebo prémiou v závislosti od lehoty splatnosti dlhopisu; pohyblivou úrokovou sadzbou odvodenou z iných úrokových sadzieb alebo úrokových výnosov; kombináciou uvedených spôsobov; iným dostatočne určitým spôsobom.

Hillier (2012) podľa spôsobu úročenia rozlišuje:

- dlhopisy s pevnou úrokovou sadzbou – priamo na dlhopise je vyznačený úrokový výnos ako percento z jej nominálnej hodnoty. Obvykle sa vypláca v dvoch rovnakých polročných splátkach, pričom posledná splátka obsahuje aj istinu.
- dlhopisy s pohyblivou úrokovou sadzbou – sú zložitejšie z dôvodu meniacej sa sadzby, ktorá sa mení každých 3 až 6 mesiacov.
- dlhopisy s nulovým kupónom – nezahŕňajú nárok na úrok. Výnosom pre majiteľa je rozdiel medzi nominálnou hodnotou dlhopisu a nákupnou cenou v čase emisie.

3 Výskumný dizajn

Cieľom príspevku je analyzovať využívanie dlhových cenných papierov na Slovensku z hľadiska objemu, sektorového členenia a typu kupónu, a porovnanie týchto údajov s eurozónou. Pri celkovom objeme emitovaných dlhopisov sme analyzovali údaje od roku 2010 po rok 2019. Analýza sektorového členenia a typu kupónu bola uskutočnená za obdobie rokov 2017 až 2019. Keďže vo všetkých rokoch boli dosiahnuté porovnateľné výsledky, ide o dostatočný časový horizont na uskutočnenie porovnania.

Hlavný zdroj tvorili dáta Národnej banky Slovenska, Burzy cenných papierov v Bratislave a Európskej centrálnej banky. Na zobrazenie vývoja využívania dlhových cenných papierov bola použitá metóda grafického zobrazenia. Na porovnanie údajov medzi Slovenskom a eurozónou bola použitá metóda komparácie. Z vedeckých metód bola ďalej aplikovaná metóda analýzy a syntézy.

4 Výsledky práce

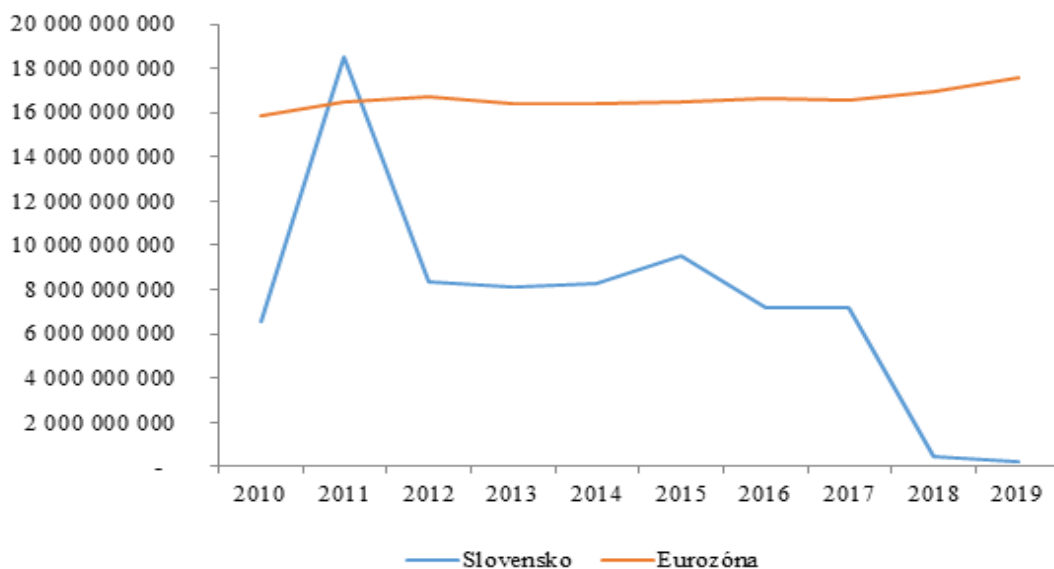
Na slovenskom kapitálovom trhu je jednoznačná dominancia obchodovania s dlhopismi. Vyše 99 % všetkých obchodov na burze tvoria obchody s dlhopismi, čo je presný opak oproti vyspelým kapitálovým trhom, kde prevláda akciové financovanie. Okrem toho podstatnú časť obchodov tvoria obchody so štátnymi dlhopismi a nie s korporátnymi.

Investície do domácich štátnych dlhopisov vykazujú klesajúci trend. Ku koncu júna 2019 vykazovali banky domáce štátne dlhopisy v celkovom objeme 7 mld. €, čo predstavuje 8 % celkových aktív. Objem investícií poklesol prakticky vo všetkých bankách (Národná banka Slovenska, 2019). Naproti tomu investície do zahraničných štátnych dlhopisov mierne stúpili, pričom najväčší objem mali talianske, české, poľské či slovinské štátne dlhopisy.

Zmena legislatívy v roku 2018 zaviedla tzv. kryté dlhopisy, ktoré nahrádzajú hypotekárne záložné listy. Ide o bonitný a bezpečný nástroj, ktorého harmonizácia podmienok vydávania prispeje k budovaniu únie kapitálových trhov. Objem emisií počas prvého polroka 2019 presahoval vysoko priemerný ročný objem emitovaných hypotekárnych záložných listov za roky 2009 až 2017 na úrovni 500 mil. € (Národná banka Slovenska, 2019).

Graf 1

Vývoj celkového objemu obchodov s dlhopismi v rokoch 2010 až 2019 v €



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Burza cenných papierov v Bratislave. (2020). *Ročenka 2019* <http://www.bsse.sk/Portals/0/Resources/statistiky/rocenky/Rocenka-BCPB-2019.pdf>, [accessed 21.09.2020] a European Central Bank (2020). *Statistical Data Warehouse*. <https://sdw.ecb.europa.eu/browseChart.do?node=9691436>, [accessed 21.09.2020].

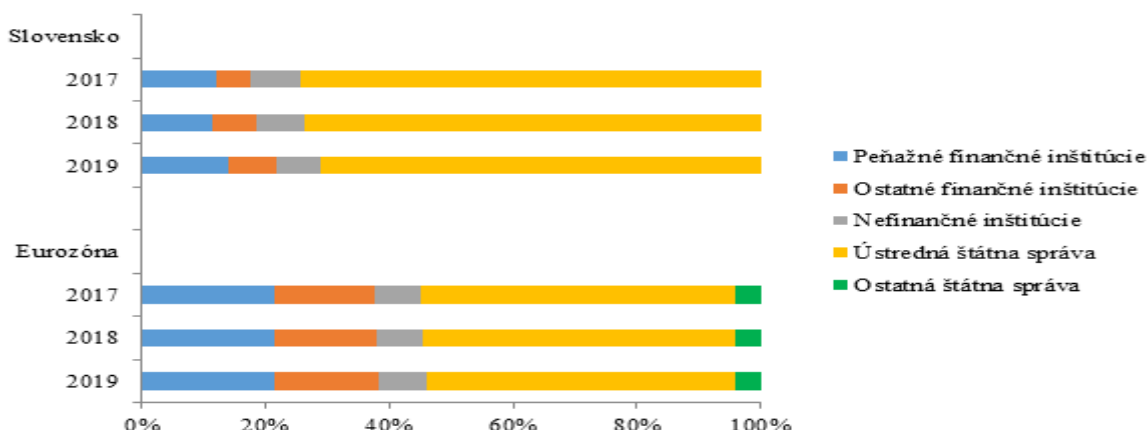
Na základe grafu môžeme vidieť, že objemy obchodov s dlhopismi na Slovensku v sledovaných rokoch postupne klesajú. Najvyšší objem obchodov bol zaznamenaný v roku 2011, kedy objem dlhopisov dosiahol hodnotu až 18 552 701 130 €, pričom počet zobchodovaných dlhopisov bol 4 155 189 190 kusov. V tomto roku došlo k nárastu finančného objemu až o takmer 183 %. V ostatných rokoch vidíme pomerne rovnomerný vývoj, kedy sa objem obchodov držal na úrovni okolo 8 mld. €. V roku 2018 však nastáva zmena a objem obchodov s dlhopismi dosahuje výrazne nižšie hodnoty. V tomto roku bol objem dlhopisov len 470 573 573 € a počet dlhopisov dosiahol hodnotu 259 561 kusov. V porovnaní s výsledkami obchodovania za rok 2017 to predstavovalo nárast počtu zrealizovaných transakcií o 38,12 %, pokles počtu zobchodovaných cenných papierov o 99,99 % a pokles dosiahnutého finančného objemu o 93,37 %. (Burza cenných papierov v Bratislave, 2019). Rok 2019 dosiahol ešte nižšie čísla. Zobchodovaných bolo len 148 517 kusov dlhopisov v objeme 224 068 644 €.

Naproti tomu v eurozóne môžeme vidieť ustálený vývoj na úrovni okolo 16 mld. €, ktorý okrem roku 2011 výrazne prevyšuje objem dlhopisov zobchodovaných na Slovensku. Najväčší objem dlhových cenných papierov bol dosiahnutý v roku 2019 v hodnote 17 710 108 012 €. Naopak najmenší v roku 2010 na úrovni 15 352 361 895 €.

Z grafu je jednoznačne viditeľné, že podiel Slovenska na eurozóne v oblasti dlhových cenných papierov je zanedbateľný, nakoľko jeho hodnota sa pohybuje na úrovni okolo 0,34 % (Národná banka Slovenska, 2020). Tento podiel radí Slovensko na posledné priečky z hľadiska zostatkov emisií dlhových cenných papierov. Medzi krajiny s ešte nižším podielom patrí napríklad Slovinsko, Estónsko, Malta či Cyprus.

Graf 2

Dlhové cenné papiere podľa sektorového členenia v rokoch 2017 až 2019 v %



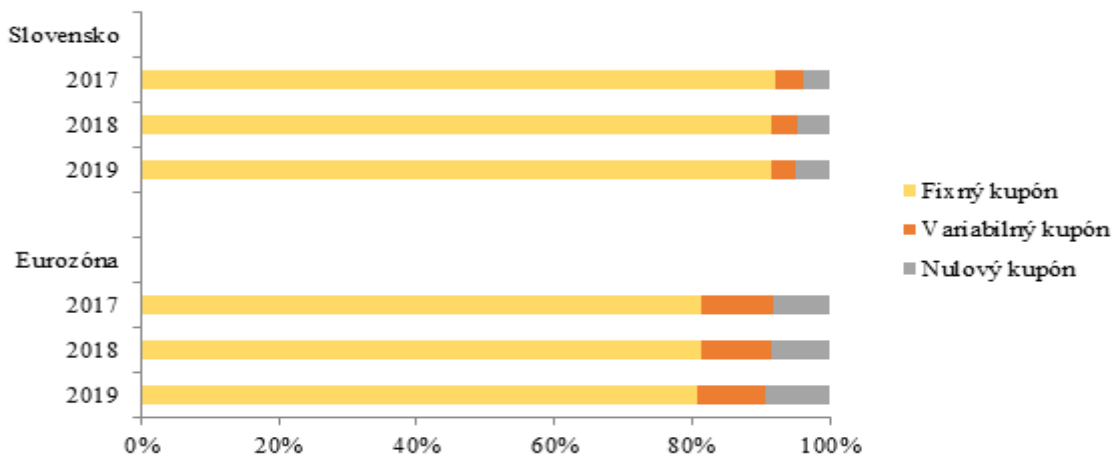
Zdroj: vlastné spracovanie podľa Národná banka Slovenska. (2020). *Štatistický bulletin 2015 – 2019*. <https://www.nbs.sk/sk/publikacie/statisticky-bulletin>, [accessed 21.09.2020].

Na Slovensku má z hľadiska sektorového členenia najväčší podiel na zostatku emisií ústredná štátna správa s podielom nad 70 % v sledovaných rokoch. Ďalej nasledujú peňažné finančné inštitúcie, ktoré dosahovali podiel od 10,40 % do 14,16 %. Ostatné sektory vykazujú oveľa nižšie podiely. Najmenší podiel majú ostatné finančné inštitúcie s priemerným podielom okolo 5,18 %. Sektor nefinančných spoločností dosahuje v skúmaných rokoch podiel okolo 8 %. Ostatná štátna správa má nulový podiel. Tento vývoj potvrdzuje, že na slovenskom trhu prevládajú štátne dlhopisy nad korporátnymi.

V eurozóne je situácia odlišná. Ako je možné vidieť na grafe takisto tu prevláda ústredná štátna správa, ale nie s až takým podielom ako na Slovensku. Podiel štátnej správy je v tomto prípade len okolo 50 %. Druhým najdôležitejším sektorom sú peňažné finančné inštitúcie s podielom na úrovni 21 až 23 %. Národná banka Slovenska (2020) uvádza, že v porovnaní so Slovenskom je dôležitým sektorom pri vydávaní dlhových cenných papierov v eurozóne aj sektor ostatné finančné inštitúcie, ktorý dosahuje podiel približne 17 %. Najmenej zastúpené sú nefinančné inštitúcie (7 %) a ostatná štátna správa (4 %).

Graf 3

Dlhové cenné papiere podľa typu kupónu za roky 2017 až 2019 v %



Zdroj: vlastné spracovanie podľa Národná banka Slovenska. (2020). *Štatistický bulletin 2015 – 2019*. <https://www.nbs.sk/sk/publikacie/statisticky-bulletin>, [accessed 21.09.2020] a European Central Bank (2020). *Statistical Data Warehouse*. <https://sdw.ecb.europa.eu/browseChart.do?node=9691436>, [accessed 21.09.2020].

Z hľadiska typu kupónu sa najčastejšie používa fixný kupón, a teda výnos dlhopisov je určený pevnou úrokovou sadzbou. V sledovaných rokoch mali emisie s fixným kupónom podiel viac ako 91 %. Pomerne rovnaký podiel okolo 4 % má potom variabilný kupón a nulový kupón. V štvrtom štvrtroku 2019 bolo podľa typu kupónu, najviac emisií s fixným kupónom (91,6 %), nasledujú emisie s nulovým kupónom (4,9 %) a emisie s variabilným kupónom (3,5 %). 96 % emisií je denominovaných v eurách a 4 % v cudzích menách (Národná banka Slovenska, 2020).

V eurozóne je takisto uskutočnených najviac emisií s fixným kupón. Podiel je nižší ako na Slovensku a pohybuje sa na úrovni od 80,89 % v roku 2019 po 81,43 % v roku 2017. Ďalej nasledujú dlhopisy s variabilným kupónom, s podielom 9,84 % v roku 2019. Najmenší podiel na emisiách má nulový kupón s priemernou hodnotou 8,7 %.

5 Diskusia

Porovnaním využívania dlhových cenných papierov na Slovensku a v eurozóne vidíme, že financovanie pomocou kapitálového trhu patrí medzi veľmi málo využívané zdroje a jeho podiel na celkovom objeme eurozóny je zanedbateľný. V poslednom roku sa však hovorí o zvyšujúcom sa záujme emitentov najmä o dlhové cenné papiere. Jedným z dôvodov bolo zníženie nákladov. Centrálny depozitár cenných papierov (2020) uvádza vysoký podiel dlhových cenných papierov na emisiách zaregistrovaných v prvom polroku 2019, ktorý predstavoval 99,47 % celkového objemu a 84,15 % celkového počtu nových emisií. Veľký úspech má aj nový typ cenného papiera, a to kryté dlhopisy, ktoré nahradili hypotekárne záložné listy. Avšak, aj napriek týmto skutočnostiam je bankový sektor na Slovensku stále dominantný a bude prevládať aj do budúcnosti.

6 Záver

V príspevku sme analyzovali využívanie dlhových cenných papierov z hľadiska objemu, splatnosti a typu kupónu, a uskutočnili sme porovnanie s eurozónou. Porovnanie objemu emitovaných dlhopisov ukázalo nedostatočné využívanie tohto zdroja financovania na Slovensku. Kým v eurozóne sa objem pohybuje na úrovni okolo 16 mld. € na Slovensku bol v roku 2019 len 224 mil. €. Toto poukazuje na nefunkčnosť kapitálového trhu najmä z dôvodu nedôvery investorov či nedostatku likvidity. Tento nástroj je takisto veľmi nákladný. Náklady na vstup na burzu, poplatok za udelenie členstva, poplatok za prijatie cenného papiera, poplatok za uzatvorený burzový obchod a mnohé ďalšie sú niekoľkokrát vyššie ako úverové náklady. Preto sa najmä menšie podniky rozhodnú skôr pre bankové úvery. Slovenský kapitálový trh je trh vládnych cenných papierov, čo sa ukázalo aj pri porovnaní sektorového členenia dlhopisov. Vyše 70 % všetkých dlhopisov je emitovaných štátnou správou, zatiaľ, čo v eurozóne je tento podiel niekoľkonásobne nižší len na úrovni 50 %. Oveľa vyšší podiel dosahuje v krajinách eurozóny aj sektor finančné inštitúcie iné ako peňažné finančné inštitúcie. Podľa typu kupónu dlhových cenných papierov prevládajú v oboch prípadoch dlhopisy s fixným kupónom. Podiel dlhopisov s variabilným kupónom je v eurozóne o niečo vyšší ako na Slovensku.

Napriek zlým vyhliadkam rozvoja kapitálového trhu existujú možnosti jeho obnovy. Základom je však najmä zvyšovanie informovanosti o tomto zdroji, vytváranie vhodného regulačného rámca prostredníctvom podpory štátu a znižovanie administratívnych prekážok.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0309/18 „Sociálne siete v riadení ľudských zdrojov“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Burza cenných papierov v Bratislave. (2019). *Ročenka 2018*. <http://www.bsse.sk/Portals/0/Resources/statistiky/rocenky/Rocenka-BCPB-2018.pdf>, [accessed 20.09.2020].

Burza cenných papierov v Bratislave. (2020). *Ročenka 2019*. <http://www.bsse.sk/Portals/0/Resources/statistiky/rocenky/Rocenka-BCPB-2019.pdf>, [accessed 21.09.2020].

Centrálny depozitár cenných papierov. (2019). *Centrálny depozitár potvrdzuje záujem emitentov o dlhopisy*. https://www.cdc.sk/content/uploads/2019/08/TS_zaujem-emitentov-o-dlhopisy-stupa_FINAL_22_8_2019.pdf, [accessed 22.09.2020].

European Central Bank
(2020). *Statistical Data Warehouse*. <https://sdw.ecb.europa.eu/browseChart.do?node=9691436>, [accessed 21.09.2020].

Hillier, D. et al. (2012). *Financial Markets and Corporate Strategy*. London: McGraw-Hill Higher Education, 2012. ISBN 0-07-712942-3.

Chovancová, B. et al. (2006). *Finančný trh*. Bratislava: Iura Edition, 2006. ISBN 80-8078-089-7.

Národná banka Slovenska. (2019). *Správa o stave a vývoji finančného trhu. 1. polrok 2019*. https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/Makropolitika/Sprava_o_stave_a_vyvoji_FT_za_1.polrok_2019.pdf, [accessed 20.09.2020].

Národná banka Slovenska. (2020). *Štatistický bulletin 4. štvrťrok 2019*. http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/BulletinMFS/2019/BulletinMFS_122019.pdf, [accessed 21.09.2020].

Národná banka Slovenska. (2020). *Štatistický bulletin 2015 – 2019*. <https://www.nbs.sk/sk/publikacie/statisticky-bulletin>, [accessed 21.09.2020].

Šturc, B. (2004). *Finančné trhy*. Bratislava: Národná banka Slovenska, 2004. ISBN 80-8043-086-1.

Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.

Contact

Petra Polečová, Ing.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: petra.polecova@euba.sk

Synergický efekt a plánovanie v procese fúzií a akvizícií

Synergy and Planning in the Process of Mergers and Aquisitions

Anna Polednáková

Abstract

Businesses often make decision for external growth strategies through mergers and acquisitions to stay competitive and strengthen their market position. One of the most frequently cited reasons for mergers is the motive of achieving a synergetic effect. This paper focuses on the analysis and characteristics and definition of the synergy effect, the analysis of the main sources of synergy, the definition of key variables in assessing synergies, as well as merger and acquisition strategies, which is associated with the overall strategy of the company. It is in long-term planning that managers face the choice of whether the goal of the merger is to be fulfilled, whether to carry out development from within the company or to implement a merger or acquisition.

JEL classification. G34, G32

Keywords: merger and acquisitions, synergy, acquisition strategy,

1 Úvod

Technický pokrok, globalizácia vedie k zosilnenej globálnej konkurencii. Ovplyvňovaním strategických rozhodnutí a presadzovaním strategických zmien v spoločnosti na základe reálnej finančnej situácie a aktuálnej pozície na trhu sa manažéri snažia zlepšovať finančnú výkonnosť a pozíciu spoločnosti na relevantnom trhu. Zlúčenie dvoch alebo viacerých spoločností predstavuje dôležitú formu externého rastu spoločnosti a jej postavenia na trhu. Fúzie a akvizície sú súčasne nástrojom, ktorý prispieva k rastu ziskov, a tým aj hodnoty spoločnosti, pomáha spoločnostiam uspieť v konkurenčnom boji a zvyšuje ich podiel na trhu. Úspešnosť procesu fúzie a akvizície v mnohých ohľadoch závisí od schopností a zručností manažérov spoločnosti.

Konkurencieschopnosť každej spoločnosti závisí aj od schopnosti a zručností manažmentu spoločnosti pri rozhodovaní o zlúčení spoločností využívať informačné a komunikačné technológie, najmä internet, sociálne médiá ako aj sociálne siete a ďalšie moderné informačné a komunikačné nástroje. Ich využitie neslúži len na rýchly prenos informácií, ale najmä na získavanie relevantných informácií sa v súčasnosti zvyšuje hlavne v oblasti finančného riadenia, kde je získanie relevantných informácií v danom čase predpokladom kvalitného plánovania, rozhodovania investovanie. a pokrok.

Fúzie a akvizície sú najrýchlejším spôsobom, ako sa môže spoločnosť úspešne rozširovať. K fúziám a akvizíciám zvyčajne dôjde, keď spoločnosť už nemá možnosť vnútorne rásť a zvyšovať svoju hodnotu zvyšovaním výroby, rozširovaním svojho sortimentu výrobkov a budovaním kapacít. Zlúčením alebo akvizíciou sa spoločnosť pustí do inej stratégie rastu a externých príležitostí na zvýšenie efektívnosti svojho podnikania.

Obe tieto formy koncentrácie spoločností spája spoločný základný cieľ, ktorým je vytvorenie takej hodnoty pre akcionárov alebo spoločníkov, ktorá je vyššia ako súčet jednotlivých spoločností, tzn. maximalizovať bohatstvo vlastníkov. Tento cieľ úzko súvisí s dosiahnutím synergického efektu, ktorého hodnotou je ekonomický zisk. Preto môžeme považovať dosiahnutie ekonomického zisku za základné kritérium pre úspech fúzií a akvizícií.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Fúzie a akvizície (Gaughan, 2010) predstavujú náročný proces, o čom svedčí množstvo odborných publikácií, štúdie uskutočnené v obchodnej praxi a existencia veľkého množstva poradenských, finančných a investičných spoločností zaoberajúcich sa poradenstvom pri fúziách. Zlúčením s iným podnikom získavajú rýchly prístup k novým technológiám, trhom, kvalifikovaným ľudským zdrojom, vybudovaným distribučným kanálom, verným zákazníkom a mnohým ďalším zdrojom budúceho rastu. Výsledkom týchto procesov je vznik finančne silných podnikov. Naopak, spoločnosti vo finančných ťažkostiach sa snažia vyhnúť bankrotu zlúčením s inou spoločnosťou. Dá sa povedať, že vo svetovej ekonomike neexistuje priemysel, kde by neexistovali fúzie a akvizície. (Sudarsanam, 2010) Synergický efekt možno jednoducho vyjadriť ako skutočnosť, že kombinovaný účinok dvoch alebo viacerých aktivít je väčší ako ich súčet. (Greg & Renneboog, 2007). Sirower (2000) vo svojej knihe „Synergy Trap“ uvádza nasledujúcu definíciu synergie. Ak nadobúdatelia môžu dosiahnuť výkonnosť, ktorá sa už od cieľa očakáva, čistá súčasná hodnota (NPV) stratégie akvizície je potom jasne vyjadrená týmto vzorcom:

$$\text{NPV} = \text{Synergy} - \text{Premium} "$$

Sirower (2000) taktiež popisuje možné zdroje synergických výhod, ktorými sú:

- Zvýšiť príjmy,
- Zníženie nákladov,
- zlepšenie procesov v spoločnosti,
- Finančná efektívnosť.
- Zníženie rizika.

Pri hodnotení potenciálnych úspor z každého z týchto synergických zdrojov by sa riadenie fúzií malo sústrediť hlavne na tri premenné, ktoré môžu významne ovplyvniť presnosť odhadovanej synergie a výpočtu hodnoty.

- Rozsah výhod synergie. Hodnota synergie by mala byť vyčíslená v predpovedi čistých peňažných tokov, ktorá obsahuje odhady príjmov, nákladov, financovania a daní a investícií do prevádzkového kapitálu a fixných aktív. Každá zložka prognózy, najmä odhadované zlepšenia, musia byť dôsledne spochybňované. Vedenie akvizičného tímu (Mellen & Evans, 2010) musí odolávať prirodzenému úsiliu o emotívne nákupy, ktoré často vedú k príliš optimistickým odhadom výnosov a výdavkov. Každý prvok v prognóze musí byť presne odhadnutý.
- Pravdepodobnosť dosiahnutia synergie. Fúzia prinesie rôzne výhody, z ktorých niektoré majú veľmi vysokú pravdepodobnosť úspechu, zatiaľ čo iné môžu mať negatívne následky (Thomson et al. 2018).
- Načasovanie výhod synergie.

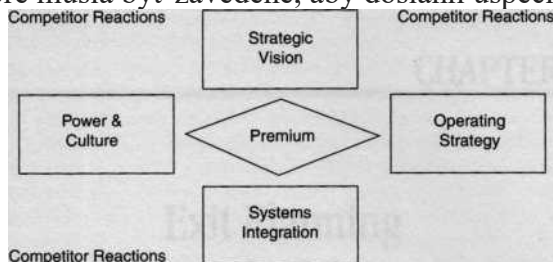
3 Metodika práce a metódy skúmania

Na spracovanie predloženého príspevku bolo použitých niekoľko vedeckých metód, a to jednak zo skupiny všeobecných logických metód, jednak zo skupiny empirických a exaktných metód. Metóda analýzy bola použitá pri skúmaní teoretických poznatkov a názorov na problematiku synergického efektu zlučovaných spoločností. Metódu syntézy sme použili na formulovanie záverov syntetizujúcich poznatky z literatúry.

Ďalšími použitými metódami boli indukcia, dedukcia a porovnanie. Abstrakčnou metódou sme definovali základné charakteristiky skúmaných javov - synergické efekty. Zovšeobecnenie je metóda definovania kontextu skutočných subjektov a bola použitá na formulovanie záverov. Príspevok vychádzal aj z výsledkov výskumu zahraničných aj domácich autorov, najmä v oblasti zlučovania spoločností a ich motívov.

4 Výsledky práce a diskusia

Proces plánovania fúzie alebo akvizície zdôraznil, zdôraznil potrebu prepojiť plán akvizície s celkovým strategickým plánom spoločnosti. V tejto súvislosti by sa každá akvizícia mala hodnotiť z hľadiska pravdepodobnosti dosiahnutia predpokladaných synergii. Sirower (2000) popisuje „Základné kamene synergie“ ako štyri prvky akvizičnej stratégie, ktoré musia byť zavedené, aby dosiahli úspech so synergiou. Ako ukazuje obrázok 1.



Zdroj: Mellen, CH. M. – Evans, F. C. (2010) *Building Value in Private Companies*. John Wiley and Sons, Inc. ISBN 978-0-470-60441-0 str.87

Medzi základné prvky akvizičnej stratégie patria:

- Strategická vízia. Predstavuje cieľ kombinácie, ktorý by mal byť nepretržitým sprievodcom operačným plánom akvizície.
- Prevádzková stratégia. Predstavuje konkrétne prevádzkové kroky potrebné na dosiahnutie strategických výhod v kombinovanej entite oproti konkurencii.
- Systémová integrácia. Zameriava sa na implementáciu akvizície pri zachovaní predtým stanovených výkonnostných cieľov. Na dosiahnutie úspechu by mali byť tieto naplánované do značnej miery pred akvizíciou, aby sa dosiahlo načasovanie zlepšenia synergie.
- Sila a kultúra. Keď sa podniková kultúra mení s akvizíciou, musí sa určiť štruktúra rozhodovania v kombinovanom subjekte vrátane postupov a implementované. Úspech v integrácii si vyžaduje účinnosť v celej novo kombinovanej organizácii, čo si vyžaduje jasnosť účelu.

Synergie v procese spájania sa podnikov získali mýtickú reputáciu za odmeny, ktoré údajne tento proces poskytuje. Synergie nesmú byť mýtické. Musia byť presne prognózované a musia byť primerane diskontované čisté peňažné toky, ktoré odrážajú ich pravdepodobnosť úspechu v starostlivo zostavených a prehodnotených časových harmonogramoch.

Dôkladné plánovanie sa jednoznačne začína uznaním primárnych problémov, aby vlastníci mohli identifikovať svoje potreby a ciele a stanoviť priority v súlade s nimi. Štyri problémy, ktoré musia vlastníci vyriešiť pri plánovaní výstupu, zahŕňajú(3):

Krok 1: Prepojte plán akvizície s celkovým strategickým plánom Udržiavať zameranie tiež znamená vyžadovať, aby každý návrh splnil primárny cieľ tvorby hodnoty firmy: Mal by zvýšiť čistý hotovostný tok alebo znížiť riziko alebo oboje a podrobnosti predpovede a ocenenia by mali podporiť tento záver. Zo strategického plánu spoločnosti a analýz silných, slabých stránok, príležitostí a hrozieb (SWOT), ktoré ju podporujú, je identifikovaná konkurenčná pozícia spoločnosti - jej strategické výhody a nevýhody. V každodenných operáciách spoločnosti sa interne snaží zdokonaľiť svoje silné stránky, eliminovať alebo minimalizovať svoje slabé stránky a využiť trhové príležitosti. Podnikové kombinácie, či už akvizície, fúzie, aliancie, spoločné podniky alebo licenčné dohody, sa zvyčajne uskutočňujú s cieľom dosiahnuť rovnaké ciele, zvyčajne však rýchlejšie alebo za zníženú cenu. Akvizičný plán teda vychádza zo strategického plánu, keď je možné ciele dosiahnuť efektívnejšie skôr prostredníctvom kombinácie než pomocou interného rozvoja. Môžu sa tiež robiť akvizície na obranné účely, ako je udržanie konkurenta na trhu, vylúčenie slabého konkurenta, ktorého je možné získať a posilniť alebo ktorý znižuje ceny, alebo ochrana technológie.

Krok 2: Vytvorte tím efektívnej akvizície. Zloženie akvizičného tímu môže ovplyvniť jeho pravdepodobnú úroveň úspechu. Tímy majú tendenciu byť efektívnejšie, keď sa skladajú z manažérov z niekoľkých funkčných oblastí, vrátane marketingu a predaja, prevádzky, distribúcie a financií. Každá z týchto disciplín poskytuje iné zameranie na cieľ, pretože títo manažéri prinášajú do procesu hodnotenia odlišné záujmy. Tímy zložené výlučne z finančných riadiacich pracovníkov často prehliadajú prevádzkové problémy, zatiaľ čo tímy zložené iba z všeobecných pracovníkov často nevykazujú dostatočnú pozornosť venovanú detailom. Z tohto dôvodu vedie zmes pozadia a znalostí v kombinácii s otvorenou diskusiou o záujmoch každého člena k dôkladnejšej a presnejšej analýze. Väčšie spoločnosti majú oddelenia fúzií a akvizícií alebo oddelenia rozvoja podnikania; tých, ktorí interne nemajú túto kapacitu, bude možno potrebné pridať externých právnych, daňových a hodnotových poradcov. Títo outsideri často prinášajú ďalšiu výhodu objektivity a kreativity, ktorá môže chýbať členom interného tímu.

Krok 3: Zadať kritériá akvizície. Stratégia akvizičného tímu by mala plynúť z celkového strategického plánu spoločnosti, ale na ospravedlnenie a zameranie procesu by sa mali vyžadovať konkrétne ciele pre každú akvizíciu. Tieto ciele by zvyčajne mali viesť k akvizičným kritériám a mali by využívať súčasné strategické výhody nadobúdateľa vrátane prebytočných peňazí, riadenia, technológií, silných stránok na trhu alebo výrobnéj kapacity. Väčšina strategických cieľov zahŕňa aj minimálnu požadovanú mieru návratnosti investovaného kapitálu. Výnos by sa mal merať ako čistý hotovostný tok s rovnakou pozornosťou venovanou načasovaniu prílivu peňazí a ich očakávanej miere rastu. Dodržiavanie stanovených cieľov a úspešnosť spoločnosti sa tiež zlepšujú, keď sa odmeňovanie manažérov viaže na dosiahnutie týchto konkrétnych opatrení. Typické akvizičné kritériá zahŕňajú parametre týkajúce sa veľkosti, umiestnenia a postavenia cieľa alebo jeho produktov na trhu, ako aj výkonnostné ciele. Požadovaná pozícia na trhu môže byť napríklad prvá alebo druhá v predaji na danom trhu alebo vodca v odbore vysokej kvality alebo nízkej ceny. Pri stanovovaní týchto kritérií je potrebné hodnotiť súčasný a predpokladaný rast cieľa na základe týchto parametrov. Kritériá by sa mali hodnotiť aj z hľadiska tolerancie rizika. To znamená, že vedenie by malo zvážiť potenciálne najmenej priaznivé a najpriaznivejšie výsledky a schopnosť spoločnosti reagovať na nepriaznivé podmienky.

Krok 4: Zvážte cieľové slabosti verus silné stránky nadobúdateľa. Pri hodnotení kritérií akvizície by sa manažéri mali povzbudzovať, aby rýchlo neodmietali ciele, ktoré vykazujú slabé stránky. Spoločnosti často prichádzajú na trh kvôli strategickým nevýhodám od nedostatku kapitálu po neprimeranú distribúciu. Tieto obmedzenia často znížili rast a návratnosť spoločnosti a v priebehu procesu znižovali jej hodnotu. To môže z neho urobiť atraktívnejší akvizičný cieľ, najmä ak má kupujúci možnosti na odstránenie problému. Kritériá akvizície teda musia brať do úvahy nielen strategické silné a slabé stránky cieľa ako samostatné, ale aj to, ako bude fungovať, keď bude začlenený do operácií nadobúdateľa. Akvizičné parametre by tiež mali definovať, či spoločnosť bude hodnotiť problémové spoločnosti a za akých okolností.

Krok 5: definujete proces vyhľadávania. Stratégia akvizície by tiež mala definovať proces objavovania alebo vyhľadávania. Menej agresívne spoločnosti môžu brať do úvahy iba tieto potenciálne akvizície.

Prečo fúzie a akvizície zlyhávajú. Ako poukazujú výskumy, údaje o úspechu kupujúcich v týchto transakciách sú obmedzené. Oveľa viac informácií existuje, ak sú príslušné spoločnosti verejné. Existuje mnoho dôvodov, prečo môžu obchody zlyhať, čo sa samozrejme líši podľa transakcie a okolností. Najbežnejšie príčiny bývajú:

- Zaplatená cena je príliš vysoká. Toto je často výsledkom neschopnosti odlíšiť cieľ od investície. Aj najlepšia spoločnosť môže byť zlou investíciou, ak zaplatená cena prevyšuje súčasnú hodnotu jej očakávaných budúcich výnosov.

- Realizujte tlak na výkonnú úroveň. Vyplýva to často z túžby vedúcich manažérov pohybovať sa príliš rýchlo alebo sa presadiť v spoločnosti bez adekvátnej analýzy účinkov transakcie na hodnotu.
- Prehnané synergie. Očakávané vylepšenia výnosov, zníženie nákladov, prevádzková efektívnosť alebo finančné výhody sú nadhodnotené.
- Zlyhanie rýchlej integrácie operácií. Pretože cena za systémy sa platí vopred, je potrebné ich dosiahnuť včas, aby priniesli výhody a vytvorili hodnotu.
- Neschopnosť presne vyhodnotiť reakciu zákazníka. Novo skombinovaná spoločnosť môže prinútiť určitých zákazníkov, aby hľadali iný zdroj zásob, aby sa vyhli nákupu od konkurencie alebo nadmernému spoliehaniu sa na jeden zdroj dodávok.
- Nezohľadnenie negatívnych synergií v prvom roku. Fúzie alebo akvizície často spôsobujú narušenie, medzi ktoré patria zmeny názvu, ďalšie regulačné požiadavky, napäté vzťahy s akcionármi, negatívne vnímanie vplyvu na spotrebiteľov alebo uzatváracích zariadení zo strany verejnosti a náklady na balíky odstúpného a uzatváracie zariadenia, ktoré by sa mali vyčíslieť ako súčasť analýzy.
- Nekonzistentná stratégia. Môže sa vyskytnúť nepresné hodnotenie strategických výhod.
- Nekompatibilita podnikových kultúr. Nedostatok komunikácie, odlišné očakávania a konfliktné štýly riadenia prispievajú k nedostatočnému výkonu.
- Neadekvátne analýzy rizika. Znamená to, že nie je možné dôsledne posúdiť pravdepodobnosť úspechu transakcie alebo ak sa v budúcich obdobiach nezváži uváženie vedenia.

5 Záver

Spoločnosti, ktoré chcú prežiť v konkurenčnom prostredí, si musia zvoliť stratégiu na dosiahnutie svojho cieľa. Jednou z takýchto stratégií sú fúzie a akvizície. Mnoho spoločností zanedbáva prípravu procesu fúzie. Hlavnými dôvodmi sú jeho zložitosť, pomalosť a časové preferencie subjektívnych názorov manažérov na percento transakcií úradných kontrol, ktoré vyvracali mylnú predstavu o úspešnosti vykonanej transakcie. Problémy so zlúčením a akvizíciou sú podceňované nedostatočnou prípravou a podceňovaním niektorých dôležitých aspektov procesu. Výsledok môže byť úplne opačný, ako sa od takejto operácie očakáva. Namiesto zlepšenia postavenia, efektívnosti a ziskovosti spoločnosti môže dôjsť k strate efektívnosti, nepružnosti a strate konkurencieschopnosti. Napriek všetkým rizikám, ktorým fúzie a akvizície čelia, existujú každoročne na celom svete tisíce obchodných spojení v hodnote miliárd eur.

Hlavnou motiváciou pre fúzie a akvizície spoločností je dosiahnutie synergického efektu. Táto kategória bola predmetom nášho výskumu. Fúzie a akvizície musia brať do úvahy skutočnosť, že každá fúzia je niečím zvláštna, a musí sa jej venovať osobitná pozornosť. Dosiahnutie synergie začína jasným pochopením toho, čo to je. Definovanie synergií ako „kombinácie podnikov, z ktorých dva plus dva sa rovná piatim“ alebo „úžasných výhod integrácie z kombinovaných stratégií a úspor z rozsahu“ je nepresné a zavádzajúce.

Kupujúci teda zvyčajne pristupuje k hodnoteniu potenciálneho cieľa fúzií a akvizícií podobným spôsobom ako pri výbere investície alebo investičného projektu. Spoločnosť zvyčajne analyzuje potenciálnu pridanú hodnotu cieľovej spoločnosti. Aby bolo možné správne vyhodnotiť výber investície, je potrebné zaoberať sa nielen otázkou finančnej synergie (náklady na kapitál), ale aj operačnými synergiami súvisiacimi so zvyšovaním výnosov / znižovaním nákladov. Posúdenie synergií pri zlučovaní spoločností je nevyhnutné na analýzu tohto procesu prostredníctvom kľúčových faktorov, ktoré významne ovplyvňujú presnosť a presnosť odhadovaných synergií.

Proces plánovania fúzie alebo akvizície je nevyhnutné prepojiť s celkovým strategickým plánom spoločnosti. V tejto súvislosti by sa každá akvizícia mala hodnotiť z hľadiska pravdepodobnosti dosiahnutia predpokladaných synergií.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/19. "Alokácia aktív v prostredí nízkych úrokových mier vo finančných a nefinančných podnikoch v SR." V rozsahu 100 %.

Použitá literatúra

Gaughan, A. P. (2010) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 5th ed. Willey, 2010. ISBN 978-0-470-56196-6.

Greg, N. G. – Renneboog, I. (2007) *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research and Quantitative analysis*. Cambridge: Academic press, Elsevier, 2007. ISBN 978-0-7506-8289-3.

Mellen, CH. M. – Evans, F. C. (2010) *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. Hoboken, NJ: Wiley, 2010. ISBN 978-0-470-60441-0.

Sirower, M. L. (2000) *The Synergy trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free press, 2000. ISBN 978-0-743-20130-8.

Sudarsanam, S. (2010) *Creating value from mergers and Acquisitions*. Harlow: Pearson Education limited, 2010. ISBN 978-0-273-71539-9.

Thomson, R. – Dettmar, S. – Garay, M. The state of the deal: Merger and Acquisition Trends 2019 [elektronický zdroj]. Dostupné na: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/ma-trends-report.html> [accessed 20.12.2018].

Contact

Anna Polednáková, prof. Dr. Ing.

Ekonomická univerzita v Bratislave

Fakulta podnikového manažmentu

Katedra podnikových financií

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovenská republika

e-mail: anna.polednakova@euba.sk

Legislatívne rámce crowdfundingu vo vybraných krajinách Legislative Frameworks of Crowdfunding in Selected Countries

Pavel Škriniar

Abstract

Uniform rules governing crowdfunding applicable to the countries of the European Union will make this sector more attractive. This will eliminate its shortcomings resulting from the demand for cross-border capital movements. Legal certainty and uniform rules are missing articles in the current situation. Legislative regulation of crowdfunding is necessary due to its expansion and is currently present in only a few countries. Most countries do not regulate this new way of financing business plans at all, which entails several risks, especially for investors. The role of crowdfunding is to make financing available to start-ups that do not have the opportunity to obtain a bank loan and can convince small investors with their plans. It is precisely because of the need to protect the average consumer of financial services that regulation of this market is necessary.

JEL classification: G 21, G 23, G 18

Keywords: crowdfunding, regulation, peer-to-peer

Úvod

Aj keď je oblasť kolektívneho požičiavania známa už viac než desaťročie, stále jej až na výnimky chýba legislatívny rámec. Bežné formy financovania sú pre určité typy podnikateľských zámerov nedosiahnuteľné. Banky od podnikov požadujú aspoň krátku históriu podnikania a istú mieru vlastného kapitálu. Realizácia emisie obligácií alebo akcií je vždy spojená s nemalými nákladmi a predovšetkým potrebou nájsť bonitných investorov. Dôvodom neúspechu pri žiadosti o úver či emisiu môže byť aj nízky objem požadovaných prostriedkov, nové a nepreskúmané odvetvie podnikania alebo pre banku či investorov investične nezaujímavý projekt. Napríklad snaha o získanie financií na stavbu sochy a k nej potrebnému podstavcu sa sprvu stretala z odmietavým postojom. Nakoniec sa z financovania Sochy Slobody stal klasický príklad verejnej zbierky. Sochu financovali Francúzi a podstavec Američania. Ukázalo sa, že ľudia sa vedľa nielen emočne, ale aj finančne nadchnúť pre zaujímavú myšlienku. Ako poukázali Proelss et al. (2020), kampane, ktoré sa začali okolo sviatkov, sú financované rýchlejšie a najvyššia rýchlosť financovania sa zistila pri kresťanských sviatkoch. Davové financovanie teda nie je doménou 21. storočia, aj keď s pojmom crowdfunding sa stretávame iba v novom tisícročí.

1 Stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Primárnym cieľom platforiem Peer-To-Peer je lepšia dostupnosť, využitie výhodnejších úrokových sadzieb a relatívne menšia miera administratívy. Aj keď ide o konkurenciu k bankovým úverom, využitie nebankového produktu nemusí automaticky znamenať, že sa dopyt po bankových produktoch znížil. Poukazujú to Kohardinata et al. (2020): „rast v P2P pôžičkách v Indonézii nemá významný vplyv na rast bankových pôžičiek pre mikro, malé a stredné podniky.“ Súvisí to aj s finančnou infraštruktúrou, keď v určitých regiónoch je nízka penetrácia bankových služieb avšak uspokojivá kvalita internetového pripojenia.

K podobnému záveru dospel Tang (2019): „poskytovanie pôžičiek P2P je substitútom k poskytovaniu bankových úverov, pokiaľ ide o marginálnych klientov. Je doplnkom, ak ide o malé pôžičky. Úverová expanzia vyplývajúca z pôžičiek P2P sa pravdepodobne vyskytuje iba u dlžníkov, ktorí už majú prístup k bankovým úverom.“

Odvetvie crowdfundingu je každoročne podporené vstupom nových platforiem na trh. Nie je výnimkou, ak má takúto službu v ponuke aj nadnárodná finančná skupina. Absentujúca legislatíva môže vytvoriť v budúcnosti značné problémy. Podľa Luther (2020) „je potrebný nový regulačný prístup - ten, ktorý sa zameriava na ochranu spotrebiteľa, na rozdiel od toho, ktorý sa snaží chrániť sofistikovaných investorov kupujúcich tieto pôžičky.“

Zbierky na kostoly či iné budovy slúžiace verejnosti tu boli od nepamäti. Za revolučné sa dá považovať financovanie prekladu Homérovej Illiady do angličtiny v roku 1713. Vtedy Pop vyzbieral od 750 podporovateľov po dvoch guineiách. O pár desiatok rokov neskôr Mozart zohnal 176 sponzorov na uskutočnenie niekoľkých koncertov. Aj v českej histórii sa nájde zmienka o úspešnej verejnej a celosvetovej zbierke. Na opravu vyhoretého Národného divadla sa vyzbierali aj ľudia z Afriky i Kanady a peniaze prichádzali dokonca po ukončení jeho rekonštrukcie.

Dnes sa verejné zbierky realizujú inde ako na výstavách alebo na uliciach. Stret dopytu a ponuky sa odohráva vo virtuálnom svete – na špecializovaných platformách. Crowdfunding je doslova davové financovanie. Množstvo nadšencov prispieva malými sumami na projekty, ktoré majú pre nich zmysel a to zo zištných i nezištných dôvodov. Svojimi vkladmi si vedia zabezpečiť uspokojenie svojej túžby po uvedení prototypu do výroby, zabezpečenie výrobku či služby buď medzi prvými zákazníkmi alebo s určitou zľavou. Pri financovaní nemusí ísť iba o podnikateľské zámery, ale i o snahu pomôcť pokryť náklady na vzdelávanie či umožnenie realizácie sna. Napríklad britská hudobná skupina Marillion si takýmto spôsobom v roku 1997 zabezpečila financovanie svojho turné. Fanúšikovia sa prostredníctvom internetu, ku ktorému v tom čase mal prístup skutočne málokto, vyzbierali na to, čo vydavateľstvo skupiny odmietlo zafinancovať.

Počiatky kolektívneho financovania v modernom ponímaní súvisia s rozvojom internetu. Platforma ArtistShare sa považuje za prvú crowdfundingovú platformu na svete. Vznikla v roku 2001 a ponúkala hudobníkom možnosť vyzbierať financie na produkciu ich nahrávok. Dodnes je táto platforma zameraná výlučne na hudobnú produkciu. Platforma DonorsChoose vznikla v rovnakom období a v súčasnosti je najväčšou platformou zameranou na podporu študentov. Postupne vznikali platformy určené na financovanie podnikateľských zámerov. Pojem crowdfunding sa začal používať už od roku 2006, keď tento spôsob financovania takto pomenoval Jeff Howe vo svojom článku „The Rise of Crowdsourcing“.

V súčasnosti je obrovské množstvo platforiem zaoberajúcich sa crowdfundingom. Pre účely príspevku som sa zameril na platformy poskytujúce pôžičky – Peer-To-Peer (P2P), v slovenskom preklade „pôžičky od ľudí“, „pôžičky od ľudí pre ľudí“. Predmetom príspevku bude miera konkurencie platforiem vo vybraných krajinách a podmienky fungovania tohto typu finančného produktu.

2 Výsledky

Princíp kolektívneho financovania spočíva vo vyzbieraní vkladov od investorov a ich prerozdelení. Prerozdelenie sa realizuje na základe vopred stanoveného kľúča a po splnení stanovených podmienok žiadateľom o finančné pôžičky. Dlžník tak môže mať pôžičku vyskladanú z vkladov desiatok až stoviek investorov. Platforma sprostredkováva peniaze, nie kontakty medzi investormi (veriteľmi) a žiadateľmi o pôžičku (dlžníkmi), aj keď v rámci zmluvy sú investori uvedení, avšak iba pod svojim loginom.

Odlišnosti medzi jednotlivými platformami sú v mnohých faktoroch. Ide o rozdielne výšky úrokových sadzieb na strane vkladov i pôžičiek. Výška úrokových sadzieb úzko súvisí so spôsobom pridelovania vyzbieraných financií. Na jednej strane si investor dlžníka vyberá sám podľa zverejnených informácií o ňom, na druhej strane porovnania je nutnosť spolaťhnúť

sa na ratingový model platformy. Ratingový model prideluje pôžičky iba uchádzačom s dostatočnou bonitou. Medzi týmito dvomi ohrozeniami sú platformy s určitou mierou voľnosti investora pri výbere dlžníka a ohodnocovaním žiadateľov o pôžičku na základe ratingovej stupnice vytvorenej platformou.

Spôsob zabezpečenia a ochrany investície je ďalším rozdielom. Prvým extrémom je ponechanie celého procesu vymáhania nedoplatkov na pleciach investora, druhým extrémom je tzv. garančný fond, z ktorého sa vyplácajú nedobytné pohľadávky investorov. Medzi týmito hranicami je rôzna miera spoluúčasti platformy pri riešení problému návratnosti istiny z dôvodu nesplácania dlžoby.

Spôsob zdaňovania výnosov z investície je oblasť, ktorá sa dotýka daňovej legislatívy danej krajiny. Výnos z požičiavania peňazí sa má zdaňovať. V niektorých prípadoch daň za investora odvedie platforma (zrážková daň). Iné platformy informujú investorov o výške výnosu. Platformy môžu v závislosti od krajiny mať povinnosť zasielať príslušným orgánom prehľad investícií, ktoré podliehajú zdaneniu. Podľa legislatívy príslušnej krajiny môžu byť niektoré výnosy oslobodené od dane z príjmu, avšak iba do určitej výšky.

Rozvoj peer-to-peer platforiem umožnil, že niektoré platformy sa postupom času mohli špecializovať na špecifickú klientelu, resp. špecifický typ úverov alebo zameranie financovania. Ide o spotrebiteľské úvery, úvery pre študentov, podnikateľské úvery, úvery na nehnuteľnosť, úvery na realizáciu ekologických projektov, úvery s odkladom splátok istiny (obdoba dlhopisu), atď. Zameraniu zodpovedá tak minimálna investícia ako aj minimálna výška pôžičky. Rozdielne použitie získaných prostriedkov má následne vplyv na rizikovosť a teda aj očakávaný výnos investície. Kolektívne pôžičky nie sú finančné inštitúcie ako je to v prípade bánk, poisťovní alebo obchodníkov s cennými papiermi. „Na európskej úrovni absentuje jednotná regulácia, prípadne právny rámec (napr. smernica, nariadenie), ktorý by oblasť crowdfundingu upravoval záväzným spôsobom. Na úrovni Európskej únie však prebiehajú rokovania k oblasti crowdfundingu už od roku 2014 (NBS).

“Online crowdfunding môže predstavovať životaschopnú alternatívu k týmto tradičným spôsobom financovania. Vzostup ekonomiky platforiem však vyvolal diskusiu o právnych a regulačných výzvach, ktoré tieto služby s podporou technológií prinášajú. Na prevádzkovateľov platforiem, ako aj na poskytovateľov finančných prostriedkov sa môžu vzťahovať rôzne právne predpisy, ktoré väčšinou vyplývajú z rôznych prepojení medzinárodného práva súkromného, ktoré existujú pre profesionálnych a retailových investorov.” (Henckel, 2019). Peer-To-Peer platformy umožňujú stret dopytu a ponuky na jednom mieste a na spoločnosti, ktoré ich spravujú, sa vo väčšine krajín vzťahuje obdoba obchodného zákonníka. V Českej republike majú platformy povinnosť oddeliť vklady klientov od majetku firmy, získať licenciu a registrovať sa na ministerstve financií. Obdobné povinnosti platforiem sú aj v Rakúsku. V pobaltských krajinách zašli s reguláciou Peer-To-Peer najďalej. V Litve prijali zákon o crowdfundingu a v Lotyšsku majú úrokové limity.

Tabuľka 1

Regulácia Crowdfundingu vo vybraných krajinách

Česko
- licencia poskytovateľa platobných služieb malého rozsahu
- registrácia na Ministerstve financií (AML)
- platforma má garantovať oddelenie vkladov klientov od majetku firmy
Rakúsko
- licencia
- Zákon o alternatívnom financovaní (Alternativfinanzierungsgesetz)

Lotyšsko
- povolenie od Komisie pre finančný a kapitálový trh
- obmedzenie výšky úrokových sadzieb
Litva
- Zákon o crowdfundingu
Estónsko
- príručka osvedčených postupov
- povolenie od Úradu pre Finančný dohľad

*Slovensko a Poľsko nemajú špecifickú reguláciu crowdfundingu

Zdroj: prieskum autora

Prítomnosť legislatívneho rámca crowdfundingu má pozitívny vplyv na investorov aj dlžníkov. Investori totiž podstupujú riziko nielen z dôvodu zhoršenia platobnej disciplíny dlžníkov, ale potrebujú sa vysporiadať aj s rizikom reputácie platformy a neúplného informovania o bonite dlžníkov. Dlžník na druhej strane podstupuje riziko nedostatočných informácií o spôsobe splácania dlhu, prijatie nevýhodných zmluvných podmienok a absencie zákonnej ochrany dlžníkov.

Tabuľka 2

Porovnanie základných atribútov pri investovaní

	Banka	Dlhopis	Dlhopisový fond	P2P
Garancia	Garančná schéma krajiny	Nie je	Nie je	Vlastná „garančná“ schéma
Riziko	Minimálne	Rating emitenta	Diverzifikácia, Rating emitentov	Diverzifikácia, Bonita dlžníkov
Likvidita	Vysoká, Viazanosť	Splatnosť dlhopisu, Možnosť odpredaja	Vysoká	Postupné splácanie, Možnosť odpredaja
Výnos	Nízky, podľa viazanosti a výšky vkladu	V závislosti od ratingu	V závislosti od investičnej stratégie	V závislosti od výberu dlžníkov
Poplatky	Nulové	Poplatky za kúpu a správu účtu	Poplatky za kúpu a správu	Poplatok za vstup do schémy
Legislatíva	Týkajúca sa bánk	Týkajúca sa cenných papierov	Týkajúca sa kolektívneho investovania	Výnimočne zameraná na P2P

Zdroj: prieskum autora

Tabuľka 3

Porovnanie základných atribútov pri pôžičkách

	Banka	Dlhopis	P2P
Bonita dlžníka	Ratingový model	Prospekt emitenta	Overuje platforma / investor
Úroková sadzba	Podľa ratingu	Podľa ratingu	Podľa ratingu / aukcie
Úverový register	Áno	Zadlženosť vidieť v súvahe	Nie
Možnosť predčasne splatiť dlh	Áno (poplatok)	Áno	Áno (poplatok)

Zdroj: prieskum autora

3 Záver

Alternatíva k bankovým i nebankovým úverom či tradičným investičným produktom v podobe Peer-To-Peer má podľa kontinuálneho rastu objemu poskytnutých pôžičiek svoje miesto na finančnom trhu. Aj keď sa na prvý pohľad javí ako konkurencia k bankovým produktom, v konečnom dôsledku vyšší záujem o Peer-To-Peer nemusí automaticky znamenať pokles o bankové služby. Počet poskytovateľov v jednotlivých krajinách nesúvisí s počtom obyvateľov ani s úrovňou finančnej infraštruktúry. Možnosť poskytovať svoje služby vďaka internetu v ktorejkoľvek krajine robia z tohto odvetvia veľmi konkurenčné prostredie.

Napriek jednoduchému prístupu k tomuto typu finančného produktu dodnes neexistuje jednotný európsky legislatívny rámec. To je v protiklade s inými európskymi smernicami cieľiacimi na ochranu spotrebiteľa na finančnom trhu. Zákony upravujúce prijímanie vkladov a poskytovanie pôžičiek cez crowdfundingovú platformu má iba niekoľko krajín, pričom zákon vymedzujúci pôsobenie Peer-To-Peer má iba jedna zo sledovaných krajín. Pri analýze a zbere údajov bolo zistené, že na európskej úrovni neexistuje asociácia P2P platforiem, aj keď snaha o jednotné zastúpenie spoločností už bola. Absencia subjektu združujúceho jednotlivých hráčov je príčinou, prečo nie sú dostupné ani oficiálne štatistiky tohto odvetvia, čo neprispieva k transparentnosti ponúkaných služieb. Práve nízka transparentnosť je jedným z možných rizík, ktoré podstupujú klienti. Tí by preto mali byť pri využívaní tejto finančnej služby obozretní a mali si ju vopred porovnať s tradičnými finančnými produktami.).

Pozitívnym signálom pre ďalší rozvoj crowdfundingu je schválenie nových pravidiel Európskym parlamentom, ktoré umožnia platformám kolektívneho financovania ľahko poskytovať služby na jednotnom trhu EÚ. To rozšíri okruh potenciálnych investorov pre začínajúce podniky, inovátorov a malé spoločnosti a zabezpečí investorom väčší výber projektov a lepšiu ochranu. Platformy skupinového financovania fungujúce vo viac ako jednej krajine EÚ budú musieť namiesto rôznych pravidiel v každej krajine dodržiavať jeden súbor základných pravidiel - nové nariadenie.

Použitá literatúra (References)

About us. Artist Share. Dostupné z <https://www.artistshare.com/about>, [accessed 01.11.2020]

About us. Donors Choose. Dostupné z <https://www.donorschoose.org/about>, [accessed 01.11.2020].

About us. Indiegogo. Dostupné z <https://www.indiegogo.com/>, [accessed 01.11.2020].

About us. Kickstarter. Dostupné z <https://www.kickstarter.com/>, [accessed 01.11.2020].

European Parliament (2020), *New rules to facilitate EU crowdfunding*, <https://www.europarl.europa.eu/news/en/headlines/economy/20201001STO88312/new-rules-to-facilitate-eu-crowdfunding>, [accessed 01.11.2020].

Crowdberry Investment Marketplace. *Meet Crowdinvesting – a new, innovative way to invest, co-own and build global leaders out of Slovakia.* Dostupné z <https://www.crowdberry.eu/en/news/meet-crowdinvesting-a-new-innovative-way-to-invest-co-own-and-build-global-leaders-out-of-slovakia-137/>, [accessed 01.11.2020].

Crowdfundinghacks. *How did crowdfunding come out of nowhere? What changed?.* Dostupné z <http://crowdfundinghacks.com/how-did-crowdfunding-come-out-of-nowhere/>, [accessed 01.11.2020].

Financial Times. Peer-to-peer pressure: do the risks outweigh the rewards?. <https://www.ft.com/content/6bf2c806-4a6b-11e9-8b7f-d49067e0f50d>, [accessed 01.11.2020].

Funding of the Statue of Liberty (2000). Landmarks of the world. Dostupné z <https://www.wonders-of-the-world.net/Statue-of-Liberty/Funding-of-the-statue-of-Liberty.php>, [accessed 1.11.2020].

Gueyie, J. P. – Manos, R. – Yaron, J. (2013). *Microfinance in Developing Countries: Issues, Policies and Performance Evaluation*. New York: Palgrave Macmillan, 2013. ISBN 978-1-137-30192-5.

Henckel, K. (2019). *The law applicable to cross-border investment-based crowdfunding: contractual obligations*. Nederlands Internationaal Privaatrecht, Vol. 2019, no. 4, pp. 733-752. ISSN 0167-7594. [https://www.rug.nl/research/portal/en/publications/the-law-applicable-to-crossborder-investmentbased-crowdfunding-contractual-obligations\(367fc1d5-c13d-4f3c-9b01-39e6ac73e349\).html](https://www.rug.nl/research/portal/en/publications/the-law-applicable-to-crossborder-investmentbased-crowdfunding-contractual-obligations(367fc1d5-c13d-4f3c-9b01-39e6ac73e349).html), [accessed 01.11.2020].

Kohardinata, C. – Soewarno, N. – Tjahjadi, B. (2020). *Indonesian peer to peer lending (P2P) at entrants disruptive trajectory*. Business: Theory & Practice, Vol. 21 Issue 1, pp. 104-114. ISSN 1648-0627.

Národná banka Slovenska. *Pozícia NBS ku crowdfundingu - požičiavaniu formou „lendingu“*. https://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/tlacove-spravy/spravy-vseobecne/detail-tlacovej-spravy/_pozicia-narodnej-banky-slovenska-ku-crowdfundingu-poziciavaniu-formou-lendingu, [accessed 01.11.2020].

P2PMarketData. *Peer-to-Peer Student Lending: Lend to Students with P2P Loans*. <https://p2pmarketdata.com/p2p-student-lending/>, [accessed 01.11.2020].

Proelss, J. – Schweizer D. – Zhou T. (2020). *Economics of philanthropy—evidence from health crowdfunding*. Springer Science+Business Media, LLC, part of Springer Nature 2020, Dostupné z <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-020-00336-w> [accessed 01.11.2020].

PUEBLO s.r.o.. *P2P půjčky v ČR: Srovnání Zonky, Bankerat a dalších (aktuální pro 2020)*. <https://www.skrblik.cz/uvery/nebankovni-pujcky/p2p-pujcky/>, [accessed 01.11.2020].

TASR, *Finančné odvetvie P2P financovania rastie, konkuruje bankám* (2020). Tlačová agentúra Slovenskej republiky. Dostupné z <https://www.teraz.sk/ekonomika/financne-odvetvie-p2p-financovania-ras/433563-clanok.html>, [accessed 01.11.2020]

Tang, H. (2019). Peer-to-peer Lenders Versus Banks: Substitutes or Complements? *The Review of Financial Studies*. Vol. 32 Issue 5, pp. 1900-1938. ISSN 0893-9454.

Virgin Group. *How Marillion pioneered crowdfunding in music*. Dostupné z <https://www.virgin.com/music/how-marillion-pioneered-crowdfunding-music>, [accessed 01.11.2020].

Contact

Pavel Škriniar, Ing., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave

Fakulta podnikového manažmentu

Katedra podnikových financií

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovenská republika

e-mail: pavel.skriniar@euba.sk

Finančné parametre určujúce postavenie malých a stredných podnikov na trhu

Financial Parameters Determining the Position of Small and Medium-sized Enterprises on the Market

Alena Tóthová, Miroslav Tóth

Abstract

Small and medium-sized enterprises make up the vast majority of business entities in the economy. The contribution of SMEs to the creation of added value and employment of countries is considerable. European structures are also aware of their important role and therefore seek to support and motivate them in several ways. Nowadays, there are opportunities that small businesses still do not know enough to use. Mainly high-tech industries or innovations. Therefore, it is good to know your possibilities, your position in the environment, a specific sector. This paper deals with several pitfalls of the comparison process of small and medium-sized enterprises. It offers the possibility of adapting the process of assessing market position to specific characteristics of companies.

JEL classification: M 20, G 30, C 60

Keywords: financial parameters, market position, comparison methods

1 Úvod

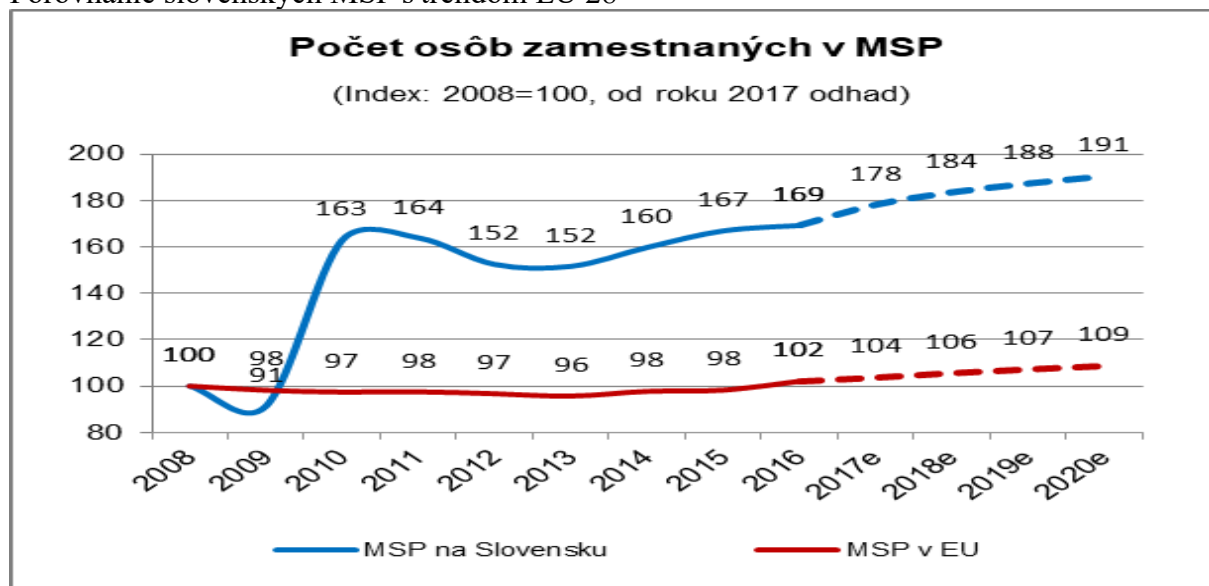
V doslovnom a najpriamejšom zmysle slova je trh miestom, kde sa veci kupujú a predávajú. Z dnešného pohľadu je trh priestor, v ktorom si jednotlivé ekonomické subjekty vymieňajú výsledky svojej činnosti, vrátane ich objektívnych a subjektívnych podmienok, t. j. súhrn rozličných nástrojov, foriem, mechanizmov a sociálno-ekonomických vzťahov, ktoré túto výmenu umožňujú (Lisý a kol., 2016). Trh, ktorý dobre funguje, umožňuje svojim účastníkom prosperovať, rozvíjať svoje aktivity do takej miery, aby boli trvalo uspokojované ich požiadavky. V tomto príspevku je pozornosť sústredená na malé a stredné podniky (ďalej len MSP), preto sa v ďalšom texte venujeme skúmaniu aktuálneho postavenia tejto skupiny podnikov na trhu.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Makroprostredie sa charakterizuje ako oblasť, v ktorej sa nachádzajú všetky podnikateľské subjekty nezávislé od konkrétneho odvetvia alebo druhu podnikania, a pritom sú pod tlakom síl nad ktorými majú malý vplyv. Johnson a Scholes (1993) rozoberajú hlavne politické, ekonomické, technologické a sociálne vplyvy na podnik, ktoré dnes ešte môžeme rozšíriť najmä o demografické a ekologické vplyvy. Ako sa s týmito vplyvmi vyrovnávajú MSP na Slovensku? Minulé obdobie bolo z mnohých pohľadov úspešným obdobím, z čoho mohli ťažiť aj MSP. Trend rastu ekonomík vytvoril dostatočne veľký priestor pre ich aktivity. V rokoch 2018 a 2019 tvorili MSP až 99,9% z celkového počtu podnikateľských subjektov v slovenskom hospodárstve. Z údajov ŠÚ SR vyplýva, že počet aktívnych MSP v roku 2018 medziročne klesol o 1,3%. Tento trend vznikol výlučne kvôli poklesu mikropodnikov o 1,4%. Naopak, početnosť malých podnikov medziročne vzrástla o 1,2% a početnosť stredných podnikov o 1,1%. V roku 2019 sa situácia zmenila. Počet aktívnych MSP medziročne vzrástol o 6,3%. Z celkového počtu podnikov pôsobiach v SR bolo 96,9 % mikropodnikov (577 827), 2,4 % (14 601) malých podnikov a 0,5 % (2 943) stredných podnikov. Slovensko sa zaraďuje medzi krajiny EÚ s najvyšším počtom malých a stredných podnikov vo vzťahu k celkovému počtu obyvateľov. Dôkaz tohto tvrdenia sa nachádza v grafe 1.

Graf 1

Porovnanie slovenských MSP s trendom EU 28



Zdroj: vlastné spracovanie podľa List of country SME key figures 2019, Eurostat

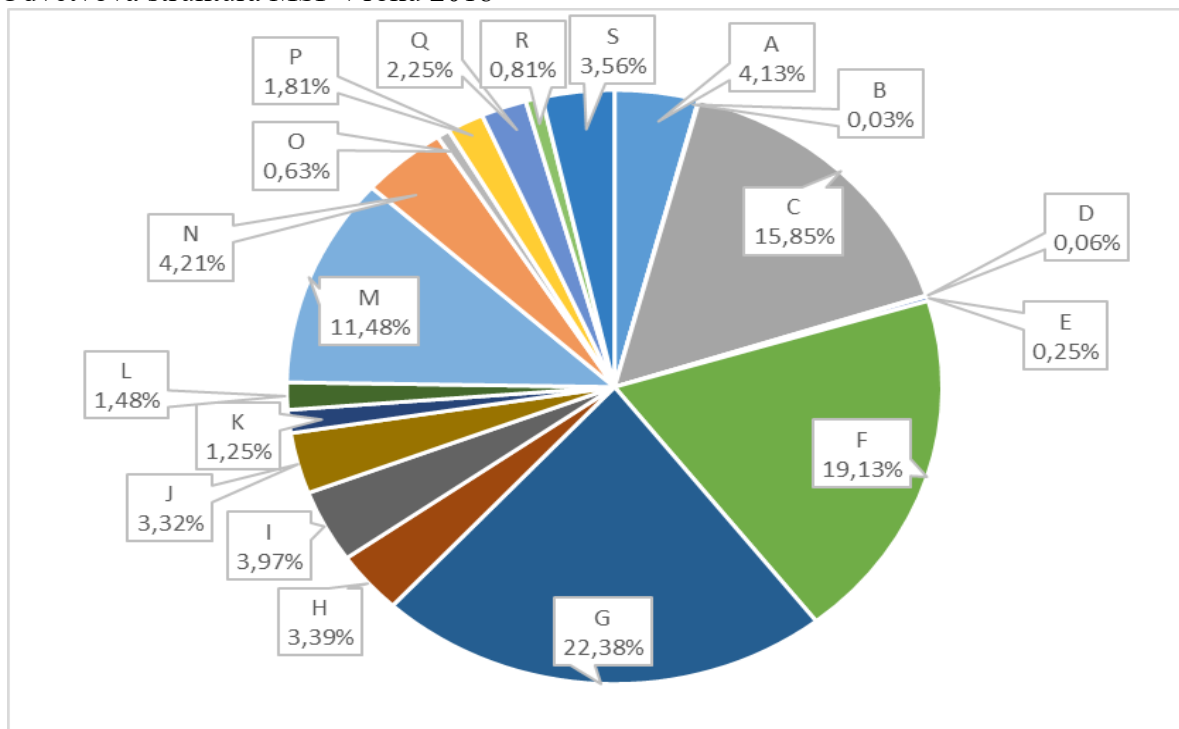
Z grafu 1 jasne vyplýva, že MSP sú pre obyvateľov Slovenska oveľa významnejším zamestnávateľom v porovnaní s bežným stavom v krajinách EU 28. V Správe o stave malého a stredného podnikania v Slovenskej republike v roku 2019 sa uvádza, že MSP sa podieľali 73,8 % na zamestnanosti v podnikovej ekonomike a viac ako polovicou (54,9 %) prispeli k celkovej pridanej hodnote. V porovnaní s rokom 2018 vzrástla zamestnanosť v sektore MSP o 1,7 %. Slovenská ekonomika však už v roku 2019 začala spomaľovať, čomu zodpovedali zmenené schopnosti MSP tvoriť pridanú hodnotu. MSP nedokázali ďalej udržať výraznú 11 % dynamiku rastu pridanej hodnoty z roku 2018 (ide o najvýznamnejší medziročný rast za posledných 9 rokov). Pridaná hodnota MSP v roku 2019 vzrástla iba o 3,6 %. Zmeny v tvorbe pridanej hodnoty sa automaticky premietli do vývoja úrovne celkového výsledku z transformačného procesu MSP. Ich zisk pred zdanením sa po medziročnom zvýšení o 18,4 % v roku 2018 následne znížil o 7,8 %. Podľa výsledkov ŠÚ SR sa v poslednom období podobne rozdielne menilo aj medziročné tempo vývozu MSP, keď rast o 3,6 % vystriedal pokles o 2,5 %. Pozitívny vývoj vývoznej aktivity zaznamenali len mikropodniky, ktorých vývoz sa medziročne zvýšil o 7,8 %. Medzi čiastočné úspechy MSP v roku 2019 môžeme zaradiť rast hrubej produkcie právnických osôb na úrovni 4,3 %, čo však nezodpovedalo výsledku z predchádzajúceho roka, t.j. rastu o 7,8%. Zvýšená tvorba hrubého fixného kapitálu MSP o 12,9 % naznačuje ich intenzívnejšiu investičnú aktivitu, ktorá je veľmi významná vzhľadom na súčasné prognózy slovenskej ekonomiky.

Približne 69 % malých a stredných podnikov na Slovensku vykonávalo svoju hlavnú podnikateľskú činnosť v nasledovných štyroch sektoroch: obchod, stavebníctvo, priemysel a odborné, vedecké a technické činnosti, ktoré sú zároveň základnými piliermi slovenskej ekonomiky (grafy 2, 3). V štatistickej klasifikácii ekonomických činností (SK NACE Rev.2) sú písmenami abecedy označené nasledovné sekcie: A – Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov, B – Ťažba a dobývanie, C – Priemyselná výroba, D – Dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu, E – Dodávka vody, čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov, F – stavebníctvo, G – Veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel a motocyklov, H – Doprava a skladovanie, I – Ubytovacie a stravovacie služby, J – Informácie a komunikácia, K – Finančné a poisťovacie činnosti, L – Činnosti v oblasti nehnuteľností, M – Odborné, vedecké a technické činnosti, N – Administratívne a podporné

služby, O – Verejná správa a obrana, povinné sociálne zabezpečenie, P – Vzdelávanie, Q – Zdravotníctvo a sociálna pomoc, R – Umenie, zábava a rekreácia, S – Ostatné činnosti.

Graf 2

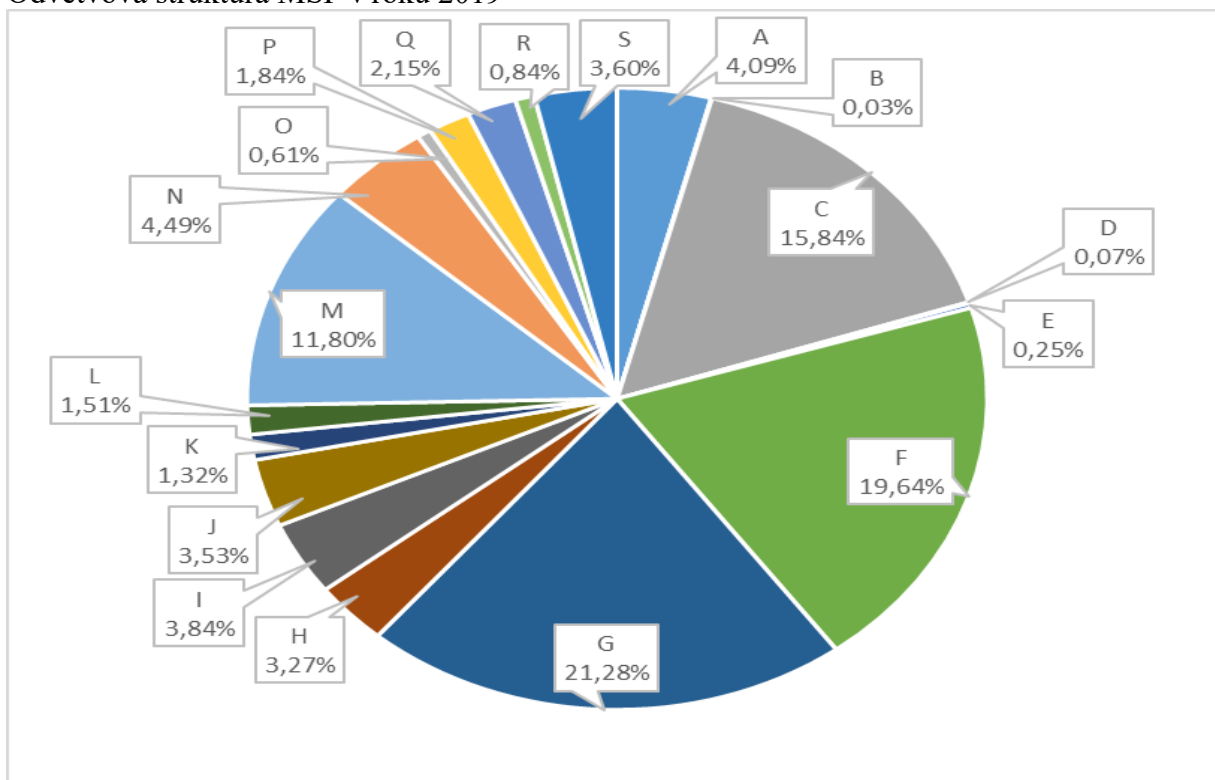
Odvetvová štruktúra MSP v roku 2018



Zdroj: vlastné spracovanie z údajov ŠÚ SR

Graf 3

Odvetvová štruktúra MSP v roku 2019



Zdroj: vlastné spracovanie z údajov ŠÚ SR

Z dlhodobého hľadiska je možné sledovať silnejšie zastúpenie odvetvia služieb, naopak mierny pokles obchodu a minimálne zmeny v priemysle, pôdohospodárstve a stavebníctve.

Všetky v príspevku menované ukazovatele dokazujú, že slovenské MSP sa zatiaľ pomerne úspešne vyrovnávali s požiadavkami a nárokmi na nich kladenými, hoci sa v prezentovaných výsledkoch objavili aj náznaky spomaľovania rastu.

Podnikanie MSP na jednej strane komplikujú časté legislatívne zmeny, no medzi nimi sa v rokoch 2018 a 2019 predsa len objavilo pár pozitívnych príkladov. Za najdôležitejšie možno označiť prijatie zákona proti byrokracii, prijatie zákona o sociálnej ekonomike a sociálnych podnikoch, novelu zákona o verejnom obstarávaní s poukázaním na zavedenie vyhradených zákaziek, v zákone o dani z pridanej hodnoty bolo zakotvené zníženie sadzby dane na ubytovacie služby, sfunkčnili sa systémy verejnej správy, ktoré odbreňujú ekonomické subjekty od predkladania viacerých potvrdení, prijali sa legislatívne opatrenia na zefektívnenie exekučných konaní. Došlo však aj k zavedeniu, respektíve k rozšíreniu viacerých povinností. Bola zavedená nová daň týkajúca sa poistenia.

Význam MSP pre ekonomiky nie je možné spochybňovať, preto si Európska komisia vytýčila za cieľ podporovať podnikanie a zlepšovať podnikateľské prostredie pre MSP, aby mohli realizovať svoj podnikateľský zámer v súčasnej globalizovanej ekonomike. Snaží sa o zlepšenie prístupu k financovaniu, podporu internacionalizácie a prístupu na trhy, vytvorenie prostredia podporujúceho konkurencieschopnosť, podnietenie rozvoja podnikateľskej kultúry. Európska komisia chce svojou činnosťou dosiahnuť zmenu postoja európskych občanov k podnikaniu, pričom jej snahou je motivovať občanov, aby sa vo väčšej miere zaujímali o podnikateľskú činnosť a uprednostnili tak podnikanie pred zamestnaním.

Okrem podporných a motivujúcich opatrení je ešte potrebné spomenúť potenciál, ktorý ponúkajú odvetvia s vysokou technologickou úrovňou. MSP na Slovensku zatiaľ nie sú schopné plne využiť možnosti high-tech odvetví. Máme na mysli high-tech odvetvia priemyselnej výroby (napr. výrobu základných farmaceutických výrobkov a farmaceutických prípravkov, výrobu počítačových, elektronických a optických výrobkov) a odvetvia služieb (napr. výrobu filmov, videozáznamov a televíznych programov, prípravu a zverejňovanie zvukových nahrávok, činnosti pre rozhlasové a televízne vysielanie, telekomunikácie, počítačové programovanie, poradenstvo a súvisiace služby, informačné služby, vedecký výskum a vývoj). Početnosť slovenských MSP v high-tech sektoroch hospodárstva síce vykazovala pozitívne tendencie, no v porovnaní s krajinami EÚ je ich zastúpenie podpriemerné. Tento stav je výsledkom klesajúcich inovačných činností našich MSP. Na existenciu problémov spojených so zavádzaním inovácií aj v takých MSP, ktoré využívajú moderné organizačné štruktúry upozorňuje a zároveň ich pomenováva Kovalev (2018). O skutočných prínosoch inovácií pre MSP pritom pojednávajú štúdie viacerých vedeckých pracovníkov (napr. Radicic, & Djalilov, 2019; Aka et al., 2018; Tuzová, et al., 2017; Rosenbusch, et al., 2011). Ako poslednú výhradu voči slovenským MSP možno uviesť prostredníctvom výsledkov štatistického zisťovania o využívaní on-line sveta na podnikanie, ktoré takisto dokazujú ich podpriemernosť.

Prezentované fakty o prostredí MSP poukazujú na špecifiká ich podnikateľských aktivít, výhody a nevýhody, mieru využitých a nevyužitých príležitostí. Ak si popritom uvedomíme akému konkurenčnému boju v súčasnom globálnom svete musia čeliť MSP, tak potom treba poznamenať, že výskum možností zisťovania a hodnotenia postavenia podnikov na trhu je pre ich napredovanie užitočný. Nasledujúce časti príspevku obsahujú charakteristiku predpokladov, postupov vzájomného porovnávania a hodnotenia podnikov z finančného hľadiska, analýzu metodiky porovnávania s cieľom identifikovať silné a slabé stránky tohto procesu. Výskum je realizovaný spôsobom, ktorý umožňuje nájsť finančné parametre určujúce postavenie vybranej vzorky podnikov na trhu.

3 Výskumný dizajn

Úvodnú analýzu MSP pôsobiacich na Slovensku dopĺňa skúmanie trhového postavenia vybranej vzorky MSP. Vhodne organizovaný proces vzájomného porovnávania podnikových finančných výsledkov zvyšuje objektivitu posudzovania a úroveň hodnotenia finančnej kondície podniku. Komparáciou sa zvyčajne odhalia silné a slabé stránky podniku, teda môžeme hovoriť o cenných informáciách pre potreby plánovania, organizovania, rozhodovania a podnikovej kontroly. Cieľom výskumu publikovaného v tomto príspevku je charakterizovať zásadné atribúty komparácie podnikov v záujme zníženia chybovosti tohto procesu. Výskum môžeme rozdeliť do niekoľkých častí. Najskôr sme sa sústredili na rozbor pravidiel porovnávania a určenie zdrojov dát najviac vhodných pre porovnávanie. Následne sme navzájom konfrontovali metódy porovnávania so zámerom nájsť ich hlavné výhody a nevýhody. Osobitne sme sa zamýšľali nad výberom podnikových ukazovateľov do procesu porovnávania. Ukazovatele totiž majú svoje charakteristiky, ktoré môžu úplne zamedziť ich využitiu v komparácii, prípadne ich nevhodná aplikácia môže výrazne znížiť výpovednú hodnotu celého procesu. Na základe uvedených skutočností sme sa zamerali na hľadanie odpovedí na nasledovné otázky: Môže výber ukazovateľov ovplyvniť výsledok porovnávania, čiže určenú pozíciu podniku na trhu? Do akej miery je výber ukazovateľov určujúcim determinantom identifikovaného postavenia podniku na trhu? Teoretické poznatky sme sa rozhodli overiť v praktickej rovine, t.j. pri porovnávaní vybranej vzorky navzájom porovnateľných priemyselných podnikov. Položené výskumné otázky sme sa snažili zodpovedať s využitím multikriteriálnej metódy, ktorá vylučuje subjektívnosť porovnávania a je vhodná pre zvolený rozsah porovnávaných subjektov. Je to jednoduchá metóda zo skupiny matematicko-štatistických metód. Za účelom overenia závažnosti vplyvu vybranej vzorky ukazovateľov na výsledky komparácie sme vytvorili 3 alternatívy kombinácie podnikových ukazovateľov. Všetky ukazovatele mali jednoznačný trend vývoja. V simuláciách výberov vzorky ukazovateľov bola zvolená taká kombinácia, v ktorej sa jednotlivé ukazovatele líšili svojou výpoveďou o MSP a kombinácie sa nezhodovali. Porovnávanie bolo spracované bodovaním výsledkov (podľa dosahovaného % z najlepšej hodnoty) za šesťročné obdobie od roku 2013 do roku 2018. Pomocou trendovej analýzy sa dosiahlo zvýšenie spoľahlivosti výsledkov výskumu.

4 Výsledky práce a diskusia

Proces určenia postavenia MSP na trhu sa musí riadiť istými pravidlami, ktoré majú za úlohu zabezpečiť objektivnosť celého procesu porovnávania podnikov.

Porovnávanie je v prvom rade závislé od dostupnosti aktuálnych a spoľahlivých informácií o porovnávaných podnikoch. O praktickú verejnú dostupnosť potrebných informácií sa najviac postarala legislatíva SR, konkrétne realizácia novely zákona 431/2002 Z.z. o účtovníctve, ktorá s účinnosťou od 1. januára 2014 upravuje vo svojej štvrtej časti (§ 23 -23d) tzv. Register. Register účtovných závierok má verejnú a neverejnú časť. Vo verejnej časti, dostupnej na webovom sídle správcu registra (www.registeruz.sk), sa pre porovnávanie nachádzajú rôzne typy účtovných závierok a výročné správy. Okrem tohto zdroja informácií sú pre proces porovnávania podnikov za úplatu dostupné zdroje ako napr.: CRIF – Slovak Credit Bureau, s. r. o., FinStat, s. r. o., IndexPodnikateľa s prevádzkovateľom DataSpot, s. r. o.. Doplnujúce informácie o podnikoch, odvetviach je možné nájsť v zdrojoch: Štatistický úrad SR, Národná banka Slovenska, Ministerstvo financií SR, Ministerstvo pôdohospodárstva a rozvoja vidieka, Ministerstvo dopravy, výstavby a regionálneho rozvoja SR.

Porovnávanie sa môže začať iba v prípade, že máme dostupné porovnateľné dáta. Ak hovoríme o MSP, tak máme na mysli podniky a ich výsledky z rovnakého makroekonomického rámca podnikania, s čo najviac porovnateľným predmetom podnikania a porovnateľnej

veľkosti. Musíme si uvedomiť, že nie je možné nájsť identické podnikateľské jednotky, s identickou činnosťou a identickou veľkosťou. Navzájom je možné zmysluplne porovnávať iba pomerové, alebo vzťahové ukazovatele, s rovnakou konštrukciou a rovnakým vymedzením vstupných údajov pre výpočet ukazovateľov. Ich výhoda spočíva v tom, že nie sú významne ovplyvnené veľkosťou podnikateľských subjektov. Nakoniec sa musí dodržiavať zhoda v čase, teda môžu sa porovnávať výsledky podnikov za rovnaké a rovnako dlhé obdobia.

Porovnávanie podnikov sa uskutočňuje prostredníctvom vybraných ukazovateľov pre porovnanie. Výber ukazovateľov (parametrov podniku) sa musí podriaďovať zámeru porovnávania, teda cieľu, ktorý sledujeme. Medzi podnikové ukazovatele by sme nemali zaradiť také, ktoré nemajú jednoznačne definovaný trend vývoja. Napríklad ukazovatele likvidity majú rásť iba do určitej hodnoty, aby sa nakoniec zbytočne neznižovala efektívnosť podniku. Ukazovatele likvidity tým pádom nemajú jednoznačný trend vývoja. Pri porovnávaní sa môžu využiť ukazovatele/parametre s rôznou výpovednou hodnotou, syntetické, alebo analytické, verbálne (mäkké ukazovatele), prípadne numerické (tvrdé ukazovatele). Do úvahy prichádzajú aj celé sústavy ukazovateľov, v ktorých sú jasne zadefinované vzájomné vzťahy príčiny a dôsledku medzi jednotlivými ukazovateľmi. Použitie sústav navzájom previazaných ukazovateľov kladie vyššie nároky na vedomosti analytika, jeho praktické skúsenosti.

Určenie pozície MSP na trhu sa zastrešuje voľbou vhodnej metódy porovnania. Ekonóm Zalai (2016) vo svojich vedeckých publikáciách podrobne spracováva aplikáciu veľkého spektra metód v procese porovnávania, ich prednosti a nedostatky. Metódy delí do niekoľkých skupín. Menuje komparatívno-analytické metódy, matematicko-štatistické metódy a metódy multikriteriálneho hodnotenia. Komparatívno-analytické metódy umožňujú kombinovať verbálne a numerické parametre podnikov. Sumarizácia zvolených ukazovateľov do integrálneho výsledku sa môže uskutočniť subjektívnym spôsobom, napríklad subjektívnym bodovaním. Tento prístup preto neumožňuje spracovávať porovnanie podnikov s väčším počtom ukazovateľov. Matematicko-štatistické metódy už tieto problémy nemajú, no z procesu porovnávania sú vylúčené verbálne ukazovatele. Matematika a štatistika ponúkajú pre porovnanie obrovské možnosti, ale v číslach sa nedajú dostatočne presne vyjadriť všetky atribúty podnikateľskej činnosti. Istou prekážkou porovnávania môžu byť aj merné jednotky a výpovedná hodnota matematicko-štatistických ukazovateľov. Posledná menovaná skupina, metódy multikriteriálneho hodnotenia, sú vhodné na porovnanie iba menšieho súboru navzájom si konkurujúcich podnikov. Výsledky ich spracovania sa líšia v detailoch výpovede o rozdieloch medzi podnikmi, ale nemajú subjektívny charakter.

Príspevok uzatvára praktická ukážka porovnania piatich navzájom si konkurujúcich podnikov jednou z metód multikriteriálneho hodnotenia, s cieľom poukázať na dôležitosť výberu adekvátneho súboru porovnateľných finančných parametrov/ukazovateľov podnikov. Päťicu porovnávaných konkurentov definujú charakteristiky, zobrazené v tabuľke 1.

Tabuľka 1

MSP navzájom si konkurujúce v odvetví označenom SK NACE 22210

Podnik	Počet zamestnancov	Aktíva v €	Tržby v €
A	50-99	7 726 311	18 994 786
B	50-99	6 487 165	14 211 335
C	50-99	5 811 686	11 097 374
D	50-99	5 980 557	6 661 028
E	50-99	3 754 118	4 333 913

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy FinStat, s. r. o.

SK NACE 22210 označuje výrobu plastových dosiek, fólií, hadíc a profilov. Charakteristiky v tabuľke 1 dokumentujú, že ide o výber piatich stredných podnikov. Dáta o podnikoch boli zverejnené v databáze FinStat, s. r. o. za rok 2018.

Zo skupiny multikriteriálnych metód hodnotenia podnikov si vyberáme metódu bodového hodnotenia. Ide o metódu jednoduchú, ktorá spoľahlivo vyjadruje postavenie podniku v súbore konkurentov a v dostatočnej miere kvantifikuje rozdiely medzi podnikmi. Postup porovnávania môžeme rozdeliť do 3 krokov. V 1. kroku určíme podnik s najlepšou výslednou hodnotou každého porovnávaného ukazovateľa (najvyššiu, alebo najnižšiu hodnotu podľa charakteru ukazovateľa) a tomuto podniku v danom ukazovateli priradíme 100 bodov. V 2 kroku bodujeme ostatné ukazovatele podľa toho, koľko percent dosahujú z najlepšej hodnoty ukazovateľa. Počet bodov sa rovná identifikovaným percentám. V 3. kroku kvantifikujeme tzv. integrálny ukazovateľ v podobe váženého aritmetického priemeru počtu bodov. Výsledné umiestnenie podnikov v skúmanej päťici závisí od hodnoty integrálneho ukazovateľa. Vyšší počet bodov znamená lepšie postavenie podniku v konkurencii.

Výsledok porovnávania MSP závisí nielen od metódy porovnávania, výpovednej hodnoty kvantifikovaného integrálneho ukazovateľa, ale aj od výberu podnikových parametrov/ukazovateľov. Hodnoty podnikových ukazovateľov sú vstupnými dátami pre spracovanie. Ukazovatele majú takisto rôznu výpovednú hodnotu, majú rôznu povahu a niekedy môžu zavádzať. Hlavne v prípade, ak sa z úrovne ukazovateľa zdá, že ide o neprosperujúci podnik, ale v skutočnosti je tento podnik v dobrej kondícii.

Nosnou témou príspevku sú finančné parametre určujúce postavenie MSP na trhu, preto volíme tri alternatívy výberu ukazovateľov pre porovnanie bodovacou metódou. Výber skupiny ukazovateľov pre porovnanie je podriadený charakteru ukazovateľov. Charakter je označený číslom +1 a -1. +1 znamená, že želaným trendom pri danom ukazovateli je jeho rast. -1 označuje opačné tendencie vývoja, teda želaný pokles hodnoty ukazovateľa. Tabuľka 2 uvádza tri alternatívy výberu ukazovateľov pre porovnávanie MSP.

Tabuľka 2

Súbory porovnávaných podnikových finančných parametrov/ukazovateľov

I. alternatíva		II. alternatíva		III. alternatíva	
Ukazovatele	Charakter	Ukazovatele	Charakter	Ukazovatele	Charakter
ČZ/A	1	PH/T	1	NHČ/VNČ	-1
PH/ON+O	1	EBITDA/VBO	1	(Z/N na tovar)*365	-1
ON/PH	-1	ČZ/VI	1	Daň z príjmov/HZ	-1
Čistý CF/T	1	T/OM	1	ON/PH	-1
Záväzky/EBITDA	-1	PH/N na tovar + VS	1	(P/T)*365	-1

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z databázy FinStat, s. r. o.

Vysvetlivky: ČZ – čistý zisk, A – aktíva, PH – pridaná hodnota, ON – osobné náklady, O – odpisy, CF – cash flow, T – tržby, VBO – výnosy budúcich období, VI – vlastné imanie, OM – obežný majetok, N – náklady, VS – výrobná spotreba, NHČ – náklady hospodárskej činnosti, VHČ – výnosy z hospodárskej činnosti, P – pohľadávky

Okrem charakteru ukazovateľov dôležitú úlohu pri výbere zohrávala ponuka kvantifikovaných ukazovateľov vybraných podnikov v databáze FinStat, s. r. o. a ich výpovedná hodnota. V príslušných simuláciách výberu je zvolená kombinácia ukazovateľov, ktoré sa navzájom líšia výpoveďou o MSP. Zároveň bola snaha zamedziť opakovaniu sa ukazovateľov v prezentovaných alternatívach porovnávania (alebo ho minimalizovať). Bodovaním výsledkov vybranej päťice MSP na základe princípov bodovacej metódy sa určilo umiestnenie podnikov v danom súbore. Porovnávanie bolo spracované za šesťročné obdobie od 2013 do roku 2018. Tento časový rad deklaruje trend vývoja pozície konkurujúcich si MSP na trhu s výrobou plastových dosiek, fólií, hadíc a profilov (tabuľka 3).

Tabuľka 3

Poradie vybraných MSP na trhu s výrobou plastových dosiek, fólií, hadíc, profilov

Podnik	I. alternatíva						II. alternatíva						III. alternatíva					
	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2018	2017	2016	2015	2014	2013
A	1	2	2	3	2	1	1	1	1	1	1	2	1	3	3	4	3	2
B	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
C	2	1	3	2	1	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4
D	3	4	4	4	4	4	3	3	3	3	2	3	2	2	2	2	2	3
E	4	3	1	1	3	2	2	2	2	2	3	1	3	1	1	1	1	1
	3 ukazovatele (+1), 2 ukazovatele (-1)						všetky ukazovatele (+1)						všetky ukazovatele (-1)					

Zdroj: vlastné spracovanie

Vysvetlivky: čísla 1 až 5 vyjadrujú umiestnenie sa podniku v skupine konkurentov

Výsledky prezentované v tabuľke 3 ukazujú, že vo všetkých MSP sa postupom času mení pozícia na trhu s výnimkou podniku B. MSP označený písmenom B sa nachádza vždy na poslednom mieste, a to dokonca bez ohľadu na to, aké ukazovatele boli vybrané na porovnávanie. Je zaujímavé, že tento podnik pritom vykazuje vyšší objem aktív a tržieb ako MSP označené písmenami C, D, E (dôkazom tohto tvrdenia sú údaje v tabuľke 1). Z tabuľky 3 vyplýva aj ďalšie zistenie. Zmeneným výberom porovnávaných ukazovateľov oproti I. alternatíve sa v skúmanom šesťročnom období u väčšiny MSP zmenila trhovú pozíciu. Ako sa zamiešalo poradie MSP s výberom ukazovateľov, pri ktorých je želaný rast hodnoty? Podnik A si polepšil, takisto podnik D. Naopak, slabšie postavenie je identifikované v prípade podniku C. Zmeny pozície podniku E sú aj pozitívne aj negatívne. Nakoniec sa môžeme zaujímať o zmeny postavenia podnikov pri výbere ukazovateľov, u ktorých je potrebný pokles hodnoty. Konfrontácia I. a III. alternatívy ukazuje na tieto fakty: paradoxne, podnik A by bol horšie hodnotený. Postavenie podniku C by sme hodnotili takisto ako pri konfrontácii I. a II. alternatívy. Jednoznačné zlepšenie trhovej pozície sa ukázalo v prípade podnikov D a E.

Zmeny trhovej pozície, odvodené od kombinácie porovnávaných podnikových ukazovateľov, prehľadne podľa jednotlivých rokov výskumu približujú údaje v tabuľke 4.

Tabuľka 4

Zmeny trhovej pozície MSP v závislosti od zvolenej alternatívy výberu ukazovateľov

Podniky	2018			2017			2016			2015			2014			2013		
	I.	II.	III.	I.	II.	III.	I.	II.	III.	I.	II.	III.	I.	II.	III.	I.	II.	III.
A	1	1	1	2	1	3	2	1	3	3	3	4	2	1	3	1	2	2
B	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
C	2	4	4	1	4	4	3	4	4	2	2	3	1	4	4	3	4	4
D	3	3	2	4	3	2	4	3	2	4	4	2	4	2	2	4	3	3
E	4	2	3	3	2	1	1	2	1	1	1	1	3	3	1	2	1	1

Zdroj: vlastné spracovanie

Prvotné pozorovania sú danou formou prezentácie údajov spresnené. V príslušných rokoch časového radu je viditeľná závažnosť a charakter zmeny postavenia MSP na trhu, ktorá je zapríčinená výhradne zmenou kombinácie porovnávaných ukazovateľov. Tri vedľa seba prezentované alternatívy (kombinácie) ukazovateľov a z nich vyplývajúce trhovú pozície prinášajú nasledovné poznatky. V roku 2018 by sa kvôli zmenám porovnávaných ukazovateľov upravilo výsledné umiestnenie iba podnikov C (negatívne) a E (pozitívne). V prípade podniku D by došlo k zanedbateľnej zmene. Posledné miesto v rebríčku podniku B je stabilné, bez ohľadu na simulácie ukazovateľov určených pre porovnávanie. V roku 2017 sú trhovú pozície MSP viac rozkolísané (v štyroch z piatich sledovaných podnikov). Navyše sa so zmenou

alternatívy ukazovateľov vždy mení postavenie podniku v danom súbore. Jedine v spoločnosti C sa dvakrát zopakovalo 4. miesto medzi podnikmi. Výsledky z roku 2016 hovoria presne to isté. Rok 2015 sa oproti rokom 2017 a 2016 predsa len v niečom líši. Zmeny trhovej pozície podnikov, vyvolané zmenami kombinácií porovnávaných ukazovateľov, sú menej časté. Dokonca ich môžeme považovať za zanedbateľné, okrem situácii v podniku D. V tomto prípade by III. alternatívou výberu ukazovateľov, ukazovateľov so želaným poklesom hodnoty, podnik poskočil o dve miesta v rebríčku dopredu. Pretože ide celkovo o 5 miest, tak takéto posunutie dopredu je už citeľné. V roku 2014 je zase postavenie podnikov viac rozkolísané, no v menšej miere v porovnaní s rokmi 2017 a 2016. Dvojnásobné potvrdenie umiestnenia je viditeľné v podnikoch C, D a E, ale rozdiely medzi ich pozíciami sú dosť závažné. Rok 2013 by patril tiež medzi obdobia s vyrovnanjšími výsledkami výskumu. U všetkých podnikoch, okrem osobitne vyčleneného podniku B, sa aspoň dvakrát opakuje zistená pozícia a zmeny sú vždy výlučne o 1 miesto, čo za daných okolností možno považovať za zanedbateľnú úpravu. Nakoniec si môžeme položiť otázku: Aké poznatky nám priniesol prezentovaný výskum?

Jednoznačne sa dá potvrdiť, že existuje široká škála metód určovania postavenia podnikov na trhu. Všetky metódy bez rozdielu majú svoje prednosti, no na druhej strane takisto nedostatky. Ich použitie ovplyvňuje nielen cieľ porovnávaní, ale aj kvalita a rozsah dostupných údajov o porovnávaných podnikoch. Zvolené metódy porovnávaní iným spôsobom prezentujú pozíciu podniku v priestore. Tento spôsob môže byť viac, či menej presný, prípadne môže byť zistené postavenie podniku skreslené subjektívnymi postojmi k podnikovým ukazovateľom. Každá metóda porovnávaní má však jednotne daný postup aplikácie, preto nie je výber metódy až tak zásadný pri zisťovaní pozície podniku na trhu. Rovnakým postupom sa vyhodnocujú všetci účastníci trhu, preto záleží len na tom, čo a ako mierou presnosti chcem porovnávaním zistiť a tomu prispôbim výber metódy. Viac otáznikov vyvoláva výber ukazovateľov, presnejšie finančných parametrov podnikov pre vzájomné porovnanie. V procese porovnávaní podnikov metódou multikriteriálneho hodnotenia, bodovacou metódou sa ukázalo, že do výberu sa absolútne nehodia ukazovatele, u ktorých sa vo väčšine prípadov predpokladá záporný výsledok. Ak sa často medzi podnikmi kombinujú záporné výsledky nejakého ukazovateľa s kladnými, v takom prípade výsledky porovnávaní nemajú žiadnu výpovednú hodnotu. Systém bodovania zlyháva. Skúmaním vplyvu rôznych kombinácií porovnávaných ukazovateľov sa ukázalo, že výber ukazovateľov má dopad na umiestnenie podniku v súbore porovnateľných podnikov. Ďalej sa ukázalo, že intenzita vplyvu zmeny skupiny porovnávaných ukazovateľov na umiestnenie podnikov sa mení, ale nie v rovnakom rozsahu u každého jednotlivca zo súboru hodnotených podnikov. V skúmanom časovom rade sa zistila existencia istých trendov, ktoré môže vysvetliť celková kondícia slovenskej ekonomiky. Zdá sa, že pôsobenie výberu ukazovateľov na trhovú pozíciu podnikov je výraznejšie v časoch, keď sa ekonomike darí o trochu menej. Na záver môžeme potvrdiť, že výber ukazovateľ je v procese hodnotenia postavenia podnikov v priestore dôležitý. Nemali by sme do skupiny porovnávaných ukazovateľov opakovane vyberať také, ktoré vypovedajú o tej istej stránke finančnej kondície podniku. Dopredu musíme očakávať, že so zmenou skupiny porovnávaných ukazovateľov sa viac či menej bude meniť identifikované výsledné postavenie podniku na trhu. K akej zásadnej zmene môže dôjsť, o tom vo veľkej miere rozhoduje celková kondícia slovenskej ekonomiky. Na základe zistených skutočností sa dá povedať, že nie je až tak podstatné zistiť konkrétne umiestnenie, poradie podniku v nejakom súbore. Oveľa väčší zmysel má zaujímať sa o rozdiely úrovne ukazovateľov, ich charakter a závažnosť. Veľké rozdiely negatívneho charakteru medzi jednotlivými ukazovateľmi môžu spôsobiť zaostávanie podniku, môžu ohroziť potenciál uspieť v súčasnom konkurenčnom boji MSP. Výber dostatočného spektra ukazovateľov pre porovnávanie, zodpovedajúceho charakteru činnosti

MSP, jeho pravidelný a dlhodobý monitoring je cesta ako predísť prípadným a neprijemným komplikáciám.

5 Záver

Príspevok obsahuje množstvo dát, dokumentujúcich význam malých a stredných podnikov pre slovenskú ekonomiku. Poukazuje na špecifiká ich podnikania, výhody a nevýhody s tým spojené, príklady využitých a nevyužitých príležitostí zo strany malých a stredných podnikov. Pravidlá konkurenčného boja v súčasnom globálnom svete aj medzi malými a strednými podnikmi nás nútia, aby sme sa venovali skúmaniu postavenia jednotlivcov z tejto skupiny podnikov na trhu. V príspevku prezentovaný proces hodnotenia trhovej pozície so všetkými pozitívami a negatívami má za cieľ upozorniť manažérov, alebo vlastníkov malých a stredných podnikov na úskalia tohto procesu. Výsledky výskumu dokumentujú a upozorňujú na konkrétne výstupy a očakávania z tohto procesu. Uvádzané zistenia môžu slúžiť ako pomôcka k tomu, ako sa má proces porovnávania malých a stredných podnikov riadiť, akým chybám sa v tomto procese treba vyhnúť, prípadne ako si ho možno zjednodušiť.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR 1/0240/20 „Finančné aspekty udržateľného podnikania – riešenie podnikového nástupníctva v malých a stredných podnikoch“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Aka, K. D. – Labelle, F. – Trépanier, M. (2018). A behavioral approach of the SME manager's roles in the development of sustainability-oriented innovations. *Revue internationale P.M.E.* Vol. 31, Issue 2, pp. 59-87. ISSN 1918-9699.

Bagheri, M. et. al. (2019). Internationalization Orientation in SMEs: The Mediating Role of Technological Innovation. *Journal of International Management*. Vol. 25, Issue 1, pp. 121-139. ISSN 1075-4253.

FinStat (2020). *Databáza slovenských firiem a organizácií*. <https://finstat.sk/databaza-firiem-organizacii>, [accessed 12.03.2020].

Johnson, G. – Scholes, K. (1993). *Exploring Corporate Strategy*. Text and cases. 3rd edition. Hertfordshire: Prentice Hall, 1993. ISBN 978-0-13-2974417.

Kovalev, A. (2018). Zavádzanie inovácií v malých a stredných podnikoch s modernými organizačnými štruktúrami. In *Aktuálne problémy podnikovej sféry 2018*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, pp. 581-587. ISBN 978-80-225-4536-5.

Lisý, J. a kol. (2016). *Ekonomía*. 1. Vydanie. Praha: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-275-7.

Djalilov, K. – Radicic, D. (2019). The impact of technological and non-technological innovations on export intensity in SMEs. *Journal of Small Business and Enterprise Development*. Vol. 26, Issue 4, pp. 612-638. ISSN 1462-6004.

Rosenbusch, N. – Brinckmann, J. – Bausch, A. (2011). Is innovation always beneficial? A meta-analysis of the relationship between innovation and performance in SMEs. *Journal of Business Venturing*. Vol. 26, Issue 4, pp. 441-457. ISSN 0883-9026.

Slovak Business Agency (2019). *Správa o stave malého a stredného podnikania v Slovenskej republike v roku 2018*. <http://monitoringmsp.sk/wp-content/uploads/2020/01/Sprava-o-stave-MSP-2018-final.pdf>, [accessed 13.03.2020].

Slovak Business Agency (2020). *Správa o stave malého a stredného podnikania v SR v roku 2019*. <http://monitoringmsp.sk/wp-content/uploads/2020/10/Sprava-o-stave-MSP-v-SR-v-roku-2019.pdf>, [accessed 20.10.2020].

Tuzová, M. – Toulková, M. – Kubičková, L. (2017). The Specifics of the Internationalization Process of Czech SMEs in the Food Industry. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. Vol. 65, Issue 3, pp. 1055-1064. ISSN 2464-8310.

Slovak Business Agency (2019). *Malé a stredné podnikanie v číslach v roku 2018*. http://www.sbagency.sk/sites/default/files/msp_v_cislach_2018.pdf, [accessed 15.03.2020].

Zalai, K. a kol. (2016). *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 9. Prepracované vydanie. Bratislava: Sprint 2 s. r. o., 2016. ISBN 978-80-89710-22-5.

Contact

Alena Tóthová, Ing., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikových financií
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: alena.tothova@euba.sk

Miroslav Tóth, doc., Ing., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikovohospodárska
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: miroslav.toth@euba.sk

Ekonomické následky COVID-19 na malé a stredné podniky **Economic Consequences of COVID-19 on Small and Medium-sized Enterprises**

Mária Trúchliková

Abstract

Small and medium-sized enterprises (SMEs) in Slovakia account for 99.9% of the total number of business entities and they help to create a healthy business environment and economy. However, small and medium-sized enterprises were also affected by the current pandemic. According to OECD SMEs and entrepreneurs are extremely worried about the impact of COVID-19 on their liquidity position and business survival. There are many ways the coronavirus pandemic affects the SMEs. For example dramatic and sudden loss of demand and revenue for SMEs severely affects their ability to function, and/or causes severe liquidity shortages. The aim of this paper is to analyze impact of COVID-19 on small and medium-sized enterprise .

JEL classification: M 21, L 89

Keywords: small and medium-sized enterprise, covid-19, crisis, measures

1 Úvod

Pandémia COVID-19 ovplyvnila výkonnosť krajín po celom svete. Mnohé krajiny zaznamenali prepád hospodárstva či nárast nezamestnanosti. Zároveň, prijímané opatrenia, ktorými sa štáty snažili a neustále snažia zastaviť šírenie pandémie ovplyvnilo a obmedzilo aj podnikateľskú činnosť a dotklo sa takmer každého odvetvia. Šírenie vírusu narušilo globálne dodávateľské reťazce, volatilitu na finančných trhoch či náhle výkyvy v dopyte spotrebiteľov. Európska komisia (2020) uvádza, že európske akciové trhy sa oproti situácii z polovice februára prepadli o približne 30 %, čo je najvýraznejší mesačný pokles od začiatku finančnej krízy v roku 2008. Podľa Národnej banky Slovenska (2020) pokles ekonomickej aktivity sa priamo premieta do nižších príjmov domácností. Tie následne na nižšiu kúpyschopnosť, neistotu a obmedzenia v sektore služieb reagujú redukciou dlhodobej spotreby a výdavkov na zábavu a cestovanie. Zhoršujúce sa finančné zdravie domácností, ako aj malých a stredných podnikov navyše ohrozuje stabilitu finančného sektora.

Obmedzenia tvrdo zasiahli aj činnosť malých a stredných podnikov, ktoré tvoria jadro ekonomiky, sú najzraniteľnejšie a musia čeliť nemalým problémom. Podľa Slovak Business Agency (2020) malé a stredné podniky na Slovensku tvoria 99,9 % -tný podiel z celkového počtu podnikateľských subjektov a podieľajú sa viac ako polovicou (55 %) na tvorbe pridanej hodnoty. Príspevok sa zameriava na analýzu dopadu COVID -19 a prijímaných opatrení na fungovanie malých a stredných podnikov na Slovensku a v krajinách EÚ.

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Kríza spôsobená pandémiou spôsobila predovšetkým straty tržieb, znižovanie likvidity či neisté vyhliadky do budúcnosti. Mnohé opatrenia, ktoré boli štáty nútené prijať, aby zamedzili šírenie ochorenia vyvolalo útlm podnikateľskej aktivity a navyše ohrozilo existenciu mnohých malých a stredných podnikov.

Podľa OECD (2020) existuje nadpriemerné zastúpenie MSP v odvetviach, ktoré bolo osobitne postihnuté krízou. Ide najmä o sektory ako doprava, stavebníctvo, veľkoobchod a maloobchod, letecká doprava, ubytovacie a stravovacie služby, sektor s nehnuteľnosťami

či profesionálne služby. Posledné údaje OECD ukazujú, že zatiaľ čo v ekonomike ako celku sa podieľajú na zamestnanosti MSP viac ako 50 % v krajinách OECD, v ohrozených odvetviach je podiel MSP na zamestnanosti v priemere 75 % v krajinách OECD.

Graf 1

Podiel na celkovej zamestnanosti v najviac ovplyvnených odvetviach podľa veľkosti firmy (%)



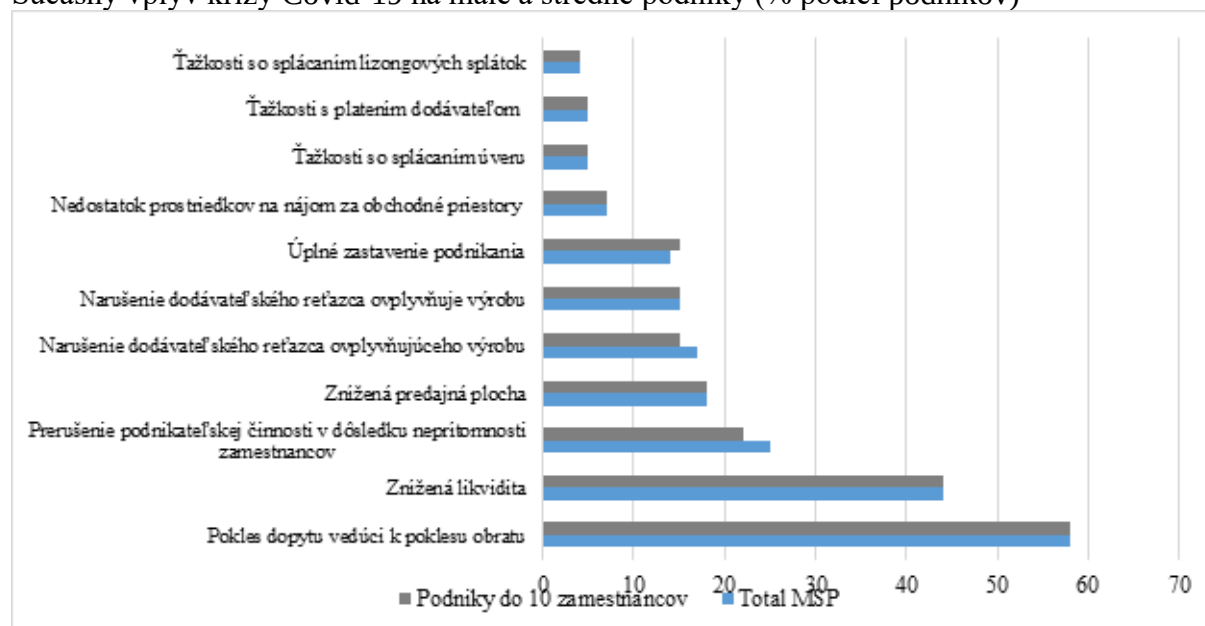
Zdroj: <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/coronavirus-covid-19-sme-policy-responses-04440101/>

Z grafu 1 možno vidieť, že v niektorých krajinách OECD sú mikropodniky obzvlášť silne zastúpené v najviac postihnutých odvetviach. Najvyšší podiel mikropodnikov v najviac postihnutých odvetviach je v Taliansku a Grécku.

Nemecké štatistiky v rámci skúmania MSP uvádzajú, že v marci viac ako polovica všetkých podnikov (približne 58 %) v dôsledku krízy zaznamenala pokles obratu. Najviac postihnutí boli maloobchodníci a veľkoobchodníci. Veľký počet podnikov zároveň uvádza, že v dôsledku krízy COVID-19 došlo k ohrozeniu ich likvidity.

Graf 2

Súčasný vplyv krízy Covid-19 na malé a stredné podniky (% podiel podnikov)



Zdroj: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Fokus-Volkswirtschaft/Fokus-englische-Dateien/Fokus-2020-EN/Fokus-No.-286-April-2020-Corona-and-SMEs.pdf>

Údaje z Francúzska ukazujú, že podiel MSP na zamestnanosti je 63 %. Najväčší podiel na prepúšťaní zamestnancov v súvislosti s krízou COVID-19 majú hlavne mikropodniky, kde podiel dotknutých zamestnancov je 42 %. Z toho je zrejmé, že ich podiel na prepúšťaní výrazne prevyšuje ich podiel na zamestnanosti (Tabuľka 1). 72 % podnikov zamestnávajúcich menej ako 5 zamestnancov a 51 % podnikov s obrátom pod 500 000 eur je vážne ohrozených finančným kolapsom (RFI, 2020).

Tabuľka 1

Čiastočné prepúšťanie zamestnancov a podiel na celkovej zamestnanosti podľa veľkosti podniku

Veľkosť podniku	Podiel dotknutých zamestnancov (%)	Podiel na zamestnanosti (%)
0-19	42	30
20-49	20	8
50-99	25	10
100-249	6	15
250 -	8	36

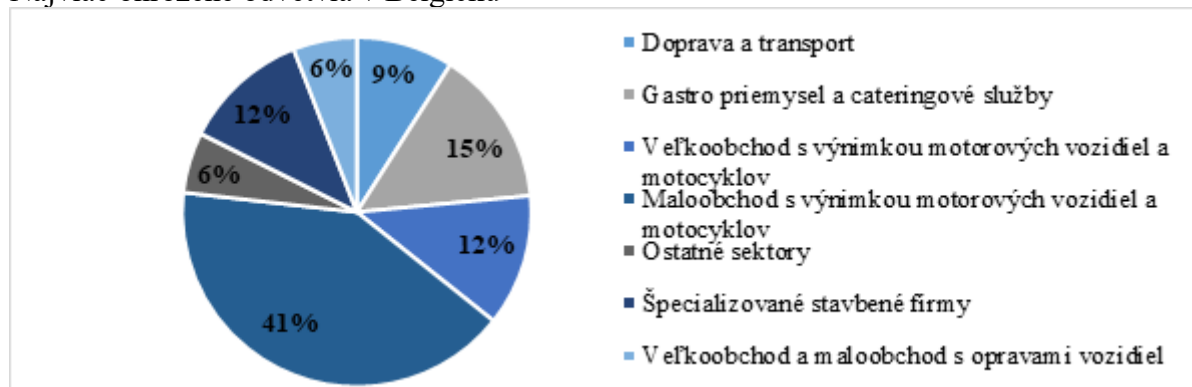
Zdroj: https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=119_119680-di6h3qgi4x&title=Covid-19_SME_Policy_Responses

V Poľsku prieskumy ukazujú, že asi 30 % malých a stredných podnikov sa obáva, že kríza spojená s vírusom COVID-19 môže spôsobiť pokles predaja a dostupnosť pracovníkov. Asi 27,5 % podnikov uvádza, že má ťažkosti s hotovostnými tokmi (Poland In, 2020).

Prieskum medzi mikropodnikmi a malými firmami v Taliansku ukázal, že 72 % z 6 000 odpovedajúcich firiem bolo situáciou priamo ovplyvnených z dôvodu poklesu dopytu alebo problémov v dodávateľskom reťazci a / alebo v doprave a logistike. Tretina respondentov odhadla pokles výnosov o viac ako 15 % a ďalších 18 % firiem odhadlo tento pokles na 5 až 15 %. Najviac postihnuté sú firmy v doprave (98,9 %) z dôvodu poklesu dopytu, potom cestovný ruch (89,9 %), móda (79,9 %) a agropotravinárstvo (77,7 %) (CNA, 2020). Výskum v Holandsku ukazuje, že mnohé belgické malé a stredné podniky už pred vypuknutím Covid-19 pracovali v zlých finančných podmienkach. 20,3 % z týchto spoločností už zápasilo s nedostatkom dostatočnej likvidity. V strednodobom horizonte by dokonca 30,8 % týchto podnikov mohlo zaniknúť, pretože majú príliš malý kapitál. Inými slovami, majú príliš málo vlastného kapitálu alebo príliš veľa dlhov. Prežiť ekonomický šok z Covid-19 sa tak pre tieto spoločnosti stáva mimoriadne ťažkým (Belfius Research, 2020).

Graf 3

Najviac ohrozené odvetvia v Belgicku



Zdroj: <https://www.belfius.be/retail/nl/publicaties/actualiteit/2020-w15/covid-KMO/index.aspx>

SBA (2020), že na Slovensku podniká v odvetviach, ktoré sú najviac ohrozené karanténymi opatreniami celkovo 53 243 malých a stredných podnikov, čo predstavuje 8,9 % podiel z celkového počtu aktívnych malých a stredných podnikateľov. SBA (2020) ďalej uvádza:

- Priamo ohrození podnikatelia tvoria ročne 6,8 mld. € tržieb
- Živnostníci tvoria takmer dve tretiny (59,7 %) z celkového počtu ohrozených MSP
- Tvorba pridanej hodnoty ohrozených podnikateľov predstavovala úroveň 1,3 mld. Eur

Medzi najviac ohrozené MSP sú z odvetví ako ubytovacie a stravovacie služby, doprava či maloobchod. Dominantné zastúpenie na celkovom počte najviac ohrozených MSP majú mikropodniky zamestnávajúce menej ako 10 zamestnancov, ktoré dosahujú 96,2 % podiel. V rámci prieskumu zrealizovaného SBA (na vzorke 1043 podnikov), viac ako 78 % podnikov zaznamenalo od vypuknutia krízy pokles tržieb (SBA, 2020).

3 Výskumný dizajn

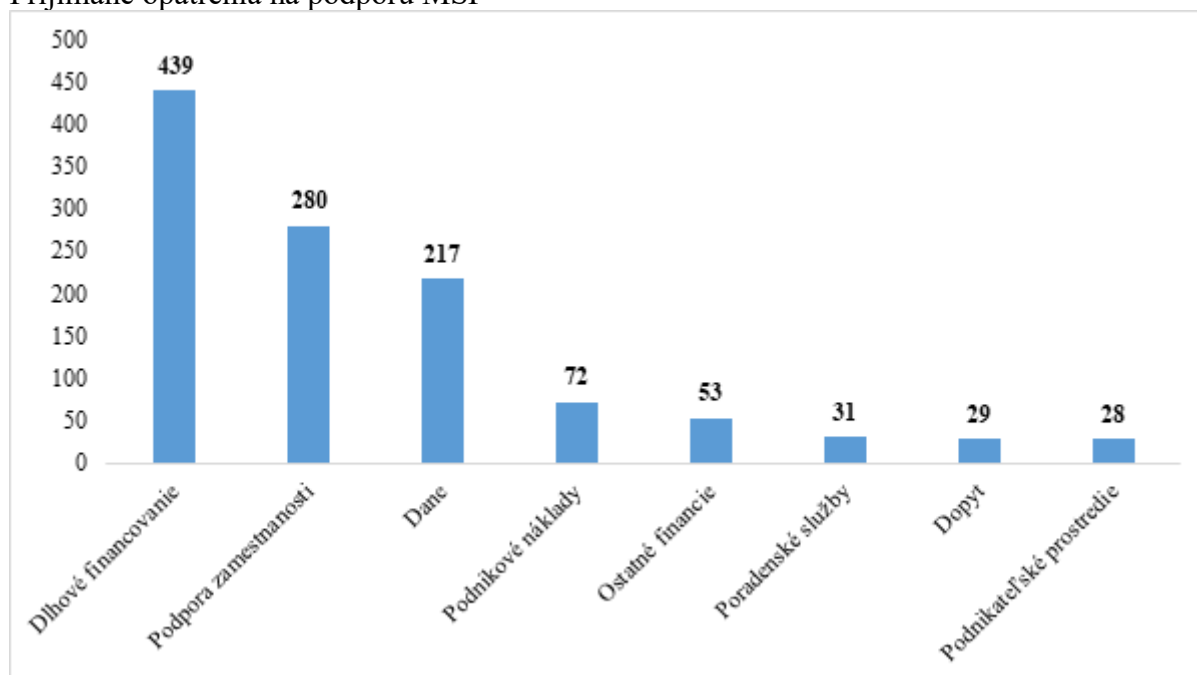
Cieľom príspevku je popísať a analyzovať dopady pandémie COVID-19 na malé a stredné podniky. Príspevok popisuje dopady krízy a situáciu v krajinách EÚ. Samostatná časť sa zameriava na prijímané opatrenia pre malé a stredné podniky, ktoré prijali štáty EÚ ako aj Slovensko, aby podporilo MSP. Kľúčovými zdrojmi pre splnenie cieľa príspevku boli dáta získané predovšetkým z domácich a zahraničných analýz a publikácií, ktoré sa zameriavajú na dopad pandémie MSP. Vzhľadom na zámer príspevku bližšie popísať súčasnú situáciu v krajinách EÚ a na Slovensku, sme využili predovšetkým syntézu a analýzu získaných dát.

4 Výsledky práce a diskusia

Svetová banka (2020) mapuje a sleduje prijímané opatrenia, ktoré jednotlivé štáty sveta zavádzajú na podporu MSP. Najčastejšie prijímané opatrenie sa týka dlhového financovania MSP a podpory v zamestnanosti.

Graf 4

Prijímané opatrenia na podporu MSP



Zdroj: <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2020/04/14/map-of-sme-support-measures-in-response-to-covid-19>

Mnohé z politických opatrení implementovaných so zámerom udržať podnikanie v kríze COVID-19 sú orientované aj na dlhové financovanie. V dôsledku toho môže narastať riziko platobnej neschopnosti MSP, pretože väčšina opatrení na podporu likvidity zvyšuje pomer dlhu (SME United, 2020).

Graf 5

Súčasný vplyv krízy Covid-19 na malé a stredné podniky (% podiel podnikov)



Zdroj: https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=119_119680-di6h3qgi4x&title=Covid-19_SME_Policy_Responses

Hlavným problémom pre MSP je prístup k likvidite a riziko platobnej neschopnosti. Asi 40 % MSP má problémy s likviditou v dôsledku „lockdownu“ a prijatých opatrení, ktoré obmedzili prevádzku mnohých podnikov. V najviac postihnutých odvetviach ako pohostinstvá a gastro prevádzky, maloobchod a stavebníctvo má 50 % MSP nedostatok likvidity. Preto je stále potrebné oddialiť platby daní, sociálnych príspevkov a bankových pôžičiek, ako aj poskytnúť nové pôžičky či záruky (SME United, 2020).

Tabuľka 2

Prijímané opatrenia pre MSP v rámci krajín EÚ

	Skrátenie pracovného času	Mzdové subvencie	SZČO	Daň z príjmov	DPH	Príspevky na sociálne zabezpečenie	Nájomné a miestne poplatky	Dlhové moratórium	Záruky za úvery	Príame pôžičky	Granty a dotácie	Nové trhy	Teleworking a digitalizácia	Inovácie	Rekvalifikácia
Belgicko	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓			
ČR		✓		✓				✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Dánsko		✓	✓	✓	✓			✓	✓		✓				
Estónsko		✓		✓		✓			✓	✓			✓		
Fínsko	✓			✓					✓		✓			✓	
Francúzsko	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Grécko		✓		✓	✓	✓			✓	✓			✓		
Holandsko	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓				

Chorvát.		✓		✓		✓		✓		✓					
Írsko		✓	✓	✓					✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Litva		✓		✓			✓		✓	✓					
Lotyš.	✓	✓		✓				✓	✓	✓			✓	✓	
Luxemb.		✓		✓					✓	✓					
Maďars.	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓					
Nemec.	✓	✓	✓	✓					✓	✓	✓			✓	
Poľsko		✓	✓	✓		✓			✓	✓				✓	
Portug.	✓	✓		✓	✓	✓			✓	✓		✓			✓
Rakúš.	✓	✓		✓				✓	✓	✓	✓				
Rumun.		✓		✓			✓	✓	✓						
Slovens.		✓	✓	✓					✓		✓				
Slovin.		✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓		✓	✓		
Španiel.		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		
Švédsko	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓					
Talia.	✓	✓	✓	✓				✓	✓	✓	✓	✓	✓		

Zdroj: vlastné spracovanie podľa OECD, https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=119_119680-di6h3qgi4x&title=Covid-19_SME_Policy_Responses

Spomedzi krajín EÚ najviac využívanými opatreniami boli odklad daní z príjmu, záruky za úvery, priame pôžičky a dotácie na mzdy. Slovensko tak ako iné krajiny, prijalo viacero opatrení, predovšetkým išlo o podporu zamestnanosti, zvýšenie likvidity alebo zabezpečenie dostupných finančných zdrojov.

Slovensko v rámci podpory zamestnanosti prijalo opatrenie, podľa ktorého môžu zamestnávateľia, vrátane SZČO, ktorí sú zamestnávateľmi, ktorí museli svoje prevádzky zatvoriť na základe rozhodnutia ÚVZ, požiadať o (Ministerstvo hospodárstva, 2020) :

- príspevok na náhradu časti mzdy zamestnanca vo výške 80 % jeho priemerného zárobku, najviac vo výške 1 100 eur. Podmienkou je udržanie pracovného miesta aj po skončení krízového obdobia.
- paušálny príspevok na úhradu časti náhrady mzdy zamestnanca, ktorý sa určí podľa poklesu tržieb.

Tabuľka 3

Výška príspevku v závislosti o poklesu tržieb

Marec 2020		Apríl 2020	
<i>Pokles tržieb</i>	<i>Výška príspevku</i>	<i>Pokles tržieb</i>	<i>Výška príspevku</i>
Menej ako 10 %	0 €	Menej ako 20 %	0 €
10 % - 19,99 %	90 €	20 % - 39,99 %	180 €
20 % - 29,99 %	150 €	40 % - 59,99 %	300 €
30 % - 39,99 %	210 €	60 % - 79,99 %	420 €
40 % a viac	270 €	80 % a viac	540 €

Zdroj: <https://www.mhsr.sk/uploads/files/pwGI6qSi.pdf>

V rámci daňových povinností došlo k odkladu a predĺženiu lehoty na podanie daňového priznania. Odklad povinnosti podať daňové priznanie k dani z príjmov a povinnosti zaplatiť daň z príjmov

- za zdaňovacie obdobie, ktorým je kalendárny rok 2019 do konca kalendárneho mesiaca nasledujúceho po skončení obdobia pandémie
- za zdaňovacie obdobie, ktorým je hospodársky rok, najviac o tri mesiace alebo o šesť mesiacov (ak mal príjmy zo zahraničia) od pôvodného termínu na podanie daňového priznania,
- v prípade ak podal riadny odklad daňového priznania, pričom predĺžená lehota na podanie daňového priznania uplynie počas obdobia pandémie.

Ďalším opatrením je odklad preddavkov dane z príjmu pri poklese tržieb o viac ako 40 %, pričom sa toto opatrenie sa týka všetkých podnikateľov, bez obmedzenia počtu zamestnancov, či výšky príjmu, teda tak malých firiem, SZČO, ako aj veľkých spoločností (Ministerstvo hospodárstva, 2020).

V oblasti finančnej pomoci boli prijaté opatrenia zamerané na odklad splácania úveru, hypotéky a istiny pre zamestnávateľov (MSP) a SZČO. Základnými podmienkami pre odklad splácania úveru:

- odklad splácania sa týka úverových zmlúv uzavretých do konca obdobia pandémie,
- odklad sa vykoná na základe riadne vyplnenej žiadosti dlžníka
- o odklad toho istého úveru je možné požiadať len jedenkrát pri bankách a pobočkách zahraničných bánk počas trvania pandémie,
- ak žiadosť spĺňa zákonné podmienky, veriteľ povolí odklad splátok istiny a/alebo úroku úveru alebo odklad splatnosti úveru na dobu najviac 9 mesiacov, ak ide o veriteľa, ktorý je bankou a pobočkou zahraničnej banky.
- Pri iných veriteľoch ako bankách alebo pobočkách zahraničných bánk môže dlžník požiadať o odklad splácania najdlhšie na tri mesiace a taktiež o predĺženie odkladu splácania o ďalšie tri mesiace.

Slovensko zároveň poskytuje záruky za úvery poskytnuté bankou a/alebo úhrady úrokov z úveru poskytnutého bankou. Sprostredkovateľmi sú EXIMBANKA a SZRB (Slovenská záručná a rozvojová banka).

V rámci jednotlivých opatrení došlo v priebehu vývoja pandémie aj k rozšíreniu a ďalšiemu predlžovaniu termínov či odkladu povinností pre MSP. Mnohé opatrenia sa postupne rozšírili na oblasť sociálneho zabezpečenia či nájomné.

5 Záver

Kríza spojená so šírením vírusu ovplyvnila všetkých. Dotkla sa každodenného života ľudí a zasiahla takmer všetky odvetvia ekonomiky a všetky podnikateľské subjekty. Tie sa museli prispôbiť obmedzeniam, ktoré prijímali štáty za účelom zamedzenia šírenia nákazy. Prijímané opatrenia a predovšetkým obmedzenia mnohým subjektom spôsobili nemalé škody a straty. Na Slovensku pôsobí až 15 660 firiem priamo ohrozených ekonomickým dopadom korona krízy 41 553 živnostníkov, ktorí sú dotknutí opatreniami zavedenými v boji s koronavírusom (Finstat, 2020). Navyše viac ako 50 000 MSP bolo zasiahnutých karanténymi opatreniami. Jednotlivé štáty prijímajú rôzne opatrenia, aby zmiernili následky krízy a pomohli zotaviť sa MSP. Opatrenia boli zamerané na poskytnutie finančnej pomoci, podpory zamestnanosti či odklad určitých povinností. Prieskumy na Slovensku však ukazujú, že malí a strední podnikatelia by uvítali zjednodušené podmienky získania podpory či zjednodušenie žiadosti o získanie podpory (Centrum lepšej regulácie, 2020). Podnikatelia považujú procesy za zdĺhavé, príliš byrokratické a podmienky získania pomoci považujú za nejasne formulované.

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA č. 1/0240/20 „Finančné aspekty udržateľného podnikania – riešenie podnikového nástupníctva v malých a stredných podnikoch“ v rozsahu 100 %.

Použitá literatúra

Belfius Research. (2020). *Het gevaar van Covid-19 voor het Belgische KMO-model*. <https://www.belfius.be/retail/nl/publicaties/actualiteit/2020-w15/covid-KMO/index.aspx>, [accessed 19.10.2020].

Centrum lepšej regulácie. (2020). *Testovanie vplyvov korona krízy a prijatých vládnych opatrení na mikro, malé a stredné podniky* http://lepsiezakony.sk/wp-content/uploads/2020/06/Test-MSP_vplyvy-korona-krizy-na-podnikanie-MSP_MAR.pdf, [accessed 15.10.2020].

Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa. (2020). *L'impatto dell'epidemia coronavirus sull'attività delle micro e piccole imprese*. https://www.cna.it/wp-content/uploads/2020/03/CNA-_INDAGINE-_IMPATTO-CORONAVIRUS-SULLE-PICCOLE-IMPRESE.pdf, [accessed 20.10.2020].

Európska komisia. (2020). *OZNÁMENIE KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU, EURÓPSKEJ RADE, RADE, EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKE, EURÓPSKEJ INVESTIČNEJ BANKE A EUROSUPINE* Koordinovaná hospodárska reakcia na vypuknutie nákazy COVID-19. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:91687006-6524-11ea-b735-01aa75ed71a1.0023.02/DOC_1&format=PDF, [accessed 20.9.2020].

FINSTAT. (2020). *Analýza sektorov priamo ohrozených koronavírusom na Slovensku*. <https://finstat.sk/analyzy/analyza-sektorov-priamo-ohrozenych-koronavirusom>, [accessed 15.10.2020].

KfW Research. (2020). *SMEs are firmly in the grip of the coronavirus crisis but (still) holding on strong*. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Fokus-Volkswirtschaft/Fokus-englische-Dateien/Fokus-2020-EN/Focus-No.-286-April-2020-Corona-and-SMEs.pdf>, [accessed 15.10.2020].

Ministerstvo hospodárstva. (2020). *Informácie o opatreniach pre podnikateľov na zmiernenie dopadov pandémie COVID-19*. <https://www.mhsr.sk/uploads/files/pwGI6qSi.pdf>, [accessed 20.10.2020].

Národná banka Slovenska. (2020). *Prehľad opatrení na zmierňovanie ekonomických následkov COVID 19*. https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2020/AK79_COVID-19.pdf, [accessed 18.10.2020].

OECD. (2020). *Coronavirus (COVID-19): SME Policy Responses*. https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=119_119680-di6h3qgi4x&title=Covid-19_SME_Policy_Responses, [accessed 20.10.2020].

Poland in. (2020). *Coronavirus impacting business of 40 pct of SMEs in Poland: survey*. <https://polandin.com/47056994/coronavirus-impacting-business-of-40-pct-of-smes-in-poland-survey>, [accessed 19.10.2020].

RFI. (2020). *France faces massive wave of bankruptcies of small businesses by end April*. <https://www.rfi.fr/en/economy/20200409-france-faces-massive-wave-of-bankruptcies-small-businesses-by-end-april-coronavirus-lockdown-economy>, [accessed 19.10.2020].

SBA. (2020). *Analýza malých a stredných podnikov pôsobiacich v odvetviach najviac zasiahnutých karanténymi opatreniami*. http://www.sbagency.sk/sites/default/files/analiza_msp_posobiacich_v_odvetviach_najviac_z_asiahnutych_karantennymi_opatreniami.pdf, [accessed 15.10.2020].

SME United. (2020). *The economic impact of COVID-19 on SMEs in Europe*. <https://smeunited.eu/admin/storage/smeunited/200630-covidsurvey-results.pdf>, [accessed 21.10.2020].

The World Bank. (2020). *Map of SME-Support Measures in Response to COVID-19*. <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2020/04/14/map-of-sme-support-measures-in-response-to-covid-19>, [accessed 21.10.2020].

Contact

Mária Trúchliková, Ing., PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu
Katedra podnikovohospodárska
Dolnozemska cesta 1/b
852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: maria.truchlikova@euba.sk

Vplyv digitálnej revolúcie na daňový systém v dobe nízkych úrokových sadziieb

The Impact of the Digital Revolution on the Tax System in Low Interest Rates

Katarína Vavrová

Abstract

The subject of the paper is the analysis of the business environment in connection with business taxation. At the same time, the paper is interested in pointing out and analyzing the conditions of the business environment in connection with the digital revolution. The aim of the paper is to examine the new economic conditions at the time of the Industrial Revolution 4.0., when the economy, based on major technological changes, creates a new chance for its new basis to be a reform of tax systems and tax legislation. Industry 4.0 should influence the establishment of an intelligent, environmentally friendly factory. The result of the contribution is a reference to such a company - Mondi SCP, which is aware of its responsibility for the environment and influences the tax system.

JEL classification: H 25

Keywords: taxation, business entities, digital revolution

1 Úvod

Témou príspevku je vplyv digitálnej revolúcie na daňový systém. Platí, že kvalita podnikateľského prostredia je v úzkej súvislosti so zdaňovaním podnikateľských subjektov. Ich vzájomný vzťah sledujeme v rozličných oblastiach ako ekonomické oblasti, kde vývoj má obrovský vplyv na daňový systém, konkrétne na mieru inflácie, štruktúru pracovných síl alebo hospodársky rast. Ďalšou oblasťou je politická. Tu hrá veľkú rolu kultúra a história. Každá krajina má svoje vlastné fungovanie vládneho systému, spôsoby zdanenia a pod. V záujme fungovania jednotného trhu, je nutné tieto procesy v rámci Európskej únie zjednotiť. Rozhodujúci vplyv na daňový systém má najmä v dnešnej dobe rozvoj informačno-komunikačnej a výpočtovej techniky. Jednak umožňuje efektívnejšiu formu obchodu ako je internetový obchod alebo obchodovanie na burze, ale na strane druhej poskytuje daňovému systému nové prostriedky pre výber daní a účinné nástroje v boji proti daňovým únikom a presunu dane. Pojem dane a daňová spravodlivosť je témou v dejinách ľudstva už od pradávna (Vančurová, 2016). Spája sa so vznikom prvého štátu a rovnako aj s rozvojom peňažného hospodárstva. V antickom Ríme a v Egypte boli dane zdrojom na získanie dostatočného množstva peňažných prostriedkov, ktoré štátnu pokladnicu plnili. V rámci celkového vývoja daňového systému sa tvorili rôzne formy zdanenia, išlo napríklad o neutrálnu formu desiatkov zo všetkého, čo bolo vyprodukované. Tie sa odvodili ako stanovená časť. Prvopočiatky daní sa postupne menili a dopĺňali o rôzne poplatky, napríklad poplatok z kúpy predaja, poplatok z otrokov, poplatok z domácich zvierat, poplatok z vinohradov, poplatok z ovocných sádov, poplatok z dedičstva, poplatok z prenájmu a iné. Vo veľkej miere súvisí existencia daní s využívaním funkcií štátu (Medved', 2009). Dane sa pokladajú za dôležitý nástroj trhovej ekonomiky. Ekonomická teória má v istom zmysle ideálnu predstavu o tom, ako by mal vyzeráť optimálny ekonomický systém. Je to systém efektívny, stabilný a spravodlivý (Hamerníková, 2017). V rámci bežného života sa s pojmom dane stretáva každý človek, či už ide o zamestnanca podniku, podnikateľa, študenta či podnik. Tu vidíme paralelu s kvalitou podnikateľského prostredia, ktorá vysvetľuje náš záujem v príspevku o aspekty zdaňovania malých a stredných podnikov. Predmetom skúmania príspevku je analyzovanie

podmienok kvality podnikateľského prostredia v súvislosti so zdaňovaním MSP. Následne identifikovať, v čom spočívajú prekážky v oblasti podpory podnikania MSP, ktoré bránia zlepšovaniu podnikania na úseku zdaňovania. Problematika daní a optimalizácia daňového systému rezonuje v spoločnosti stále a týka sa každej fyzickej či právnickej osoby (Schultzová,2011).

2 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

2.1 Daňový systém v podmienkach podnikateľského prostredia

Daň je definovaná ako štátom ustanovená platobná povinnosť slúžiaca k financovaniu verejných prostriedkov, teda financovaniu verejnej správy a funkcií štátu prostredníctvom verejného rozpočtu (Široký,2008). Dane sú súčasťou súboru nepriamych nástrojov hospodárskej politiky, ktoré sú používané k prerozdeleniu novo vytvoreného produktu (Jurčík,2015). Ako je uvedené v Listine základných práv a slobôd, dane nie je možné uložiť nižšou právnou normou než zákonom. V oblasti daňovej legislatívy sa objavujú aj nižšie právne normy, ide napríklad o vyhlášky, tie však len upravujú znenie zákona (Klimešová,2014). Previazanú sústavu všetkých platných právnych predpisov, ktoré v danom štáte upravujú konkrétne dane, predstavuje daňový systém. Dane už svojou existenciou ovplyvňujú všetky ekonomické subjekty, nielen jednotlivca, právnické osoby, ale celé národné hospodárstvo. Keby dane neexistovali, mali by jednotlivé subjekty väčšie disponibilné prostriedky, ale žiadny štát sa nemôže zaobísť bez existencie daní, pokiaľ má splňať svoje úlohy (Klimešová,2014). Starostlivo a dobre navrhnutý daňový systém má významný pozitívny dopad na ekonomiku krajiny. Dobrý daňový systém vytvára dostatočné príjmy pre financovanie kvalitatívne vyššej úrovne verejných služieb a sociálnych transferov, poskytuje stimuly pre väčšiu zamestnanosť, konkurencieschopnosť a prispieva k spravodlivému rozdeleniu príjmov. Vyvažovanie rozdielov pri prerozdeľovaní príjmov by malo byť uskutočnené takým spôsobom, aby dochádzalo k zvyšovaniu efektívneho dopytu a sociálnej rovnováhy. Diskusie o politike v tejto oblasti sú zamerané na identifikáciu vhodných spôsobov ako presunúť daňové zaťaženie práce na iné typy daní, ktoré majú menší vplyv na zamestnanosť a ekonomický rast, napríklad na spotrebné dane alebo na dane ekologické (Kubátová,2015).

Daňovou sústavou je zabezpečené plnenie jednotlivých funkcií daní, pretože každá daň sa správa inak, a tiež odlišne splňa požiadavky, ktoré sú na daňovú sústavu kladené. Medzi základné požiadavky, ktoré by mala daňová sústava splňať, patrí jednoduchosť, zaistenie efektívneho zdanenia, spravodlivosť a stabilita pri dostatočnej pružnosti. Daňový systém by mal byť jednoduchý, presne definovaný, nediskriminačný, transparentný a nemal by brániť hospodárskemu rozvoju ekonomiky danej krajiny. Splnenie uvedených požiadaviek má významný vplyv na hospodársky rast (Tax reforms in EU Member, States,2015).

2.2 Charakteristika digitálnej revolúcie

Už v 18. storočí môžeme sledovať začiatky prvej priemyselnej revolúcie. V tomto období sa začali zavádzať prvé výrobné mechanizmy, ktoré boli hnané vodou alebo parou. Keď sa pozrieme na začiatok 20. storočia, stroje začali byť hnané elektrickou energiou dôsledkom nového zavádzania masovej výroby na princípe del'by práce. Takto bola charakterizovaná druhá priemyselná revolúcia. Začiatkom sedemdesiatych rokov minulého storočia, môžeme sledovať tretiu revolúciu v poradí, pre ktorú je charakteristické rozšírenie informačných technológií a zavádzanie elektroniky, ktoré sú spojené s nástupom automatizácie výroby. V súčasnej dobe sa rozvíja nová technologická revolúcia, ktorá je predstavovaná ako riešiteľ všetkých súčasných problémov- od nezamestnanosti až po nový krásny svet bez problémov.

Základom dnešného spoločensko-technického zlomu je prepojenie doposiaľ izolovaných procesov. Posledné roky poukazujú na to, že dochádza k prepojeniu všetkých vyššie

spomenutých technológií. Hlavným zámerom je predovšetkým prepojenie a vznik kvality vecí. Nadchnutie pre nové možnosti sa premieta nielen rýchlym zavádzaním nových kombinácií, ale taktiež aj potláčaním zdravého skepticizmu. V posledných rokoch sa však začínajú objavovať aj kritické práce, ktoré poukazujú hlavne na možné ekonomické a sociálne dôsledky. Je možné, že pravda sa bude nachádzať niekde v strede, čo znamená, že nové technické riešenia utvoria nové potenciálne možnosti, ale ako s nimi naloží človek, je už druhá rovina. Hlavným aspektom je predovšetkým poznanie, že dôjde k zmene celej architektúry spoločnosti, a to od výrobnoslužobného reťazca až po oblasti fungovania spoločnosti, do ktorého patrí dopravná, energetická, informačná, bezpečnostná architektúra. Je pravda, že do popredia prenikajú aj filozoficko-spoločenské otázky, ako bezpečnosť jednotlivca a spoločnosti, kontrolovaná spoločnosť, taktiež aj humanita spoločnosti, čo s voľným časom, ale aj otázky, ktoré sa zaoberajú hranicami súkromia, informačnej bezpečnosti.

Problémom dnešnej doby je vecná a časová komprimácia, ako aj ďalšie zásadné zmeny, ktoré prebiehajú v rovnakom čase ako aj priestore. Medzi tieto zmeny zaradíme napríklad: zmeny prírodného prostredia (kam okrem extrémnych horúčav zaradíme aj suchá, rýchle zmeny hydrologických pomerov, otepľovanie), demografické zmeny (starnutie populácie), geopolitické zmeny globálneho rozsahu (zbrojenie, nárast rizika návratu studenej vojny, nové póly rozvoja, taktiež tu zaradíme aj zásadnú otázku bezpečnosti. Rýchlosť, ktorou tieto zmeny prebiehajú, je obrovská, osvedčené parciálne prístupy zlyhávajú. Technické vynálezy nám ponúkajú rôzne možnosti, ktoré by viedli k riešeniu daných problémov. Stále politické elity vyzdvihujú pozitívne efekty technických zmien. Na to je ale vedecká fronta, ktorá ponúka riešenie- fantastické, ale v reálnom živote to však dopadne inak (Staněk a kol.,2016).

3 Výskumný dizajn

3.1 Ciele a metodika práce

Cieľom príspevku je výmena poznatkov a pomenovať podmienky zdaňovania malých a stredných podnikov v súvislosti s kvalitou podnikateľského prostredia v období digitálnej revolúcie – zvanej aj priemyselnej revolúcie 4.0. V období tejto revolúcie ekonomika na základe veľkých technologických zmien vytvára novú šancu, aby jej novým základom bola reforma daňových systémov a daňovej legislatívy. Čiastkovým cieľom je identifikovať, v čom spočívajú prekážky v oblasti podpory podnikania MSP, ktoré bránia zlepšovaniu podnikania na úseku zdaňovania. Následne sa pokúsiť navrhnúť možné riešenia na zlepšenie podmienok podnikania MSP v súvislosti s daňovým systémom. Príspevok je spracovaný na analyticko-deskriptívnom základe, ktorý bol založený na štúdiu literatúry. Pre analýzu boli využité dátové zdroje svetovej banky, WEF, OECD a iných ekonomických stránok. Kvalita podnikateľského prostredia súvisiaca so zdaňovaním MSP bola analyzovaná z rôznych hľadísk, aj v zmysle indexu Ease of doing business, konkrétne pomocou hodnoty DTF (distance to frontier), ktorá z indexu vychádza.

4 Výsledky práce

4.1 Vplyv štvrtej priemyselnej revolúcie na daňový systém

Európska komisia v roku 2008 vydala nariadenie č. 800/2008, ktorým sa v súlade s článkami 87 a 88 Zmluvy o Európskom spoločenstve prehlasujú určité kategórie podpory za zlučiteľné so spoločným trhom. Na základe týchto nariadení sa MSP rozlišujú na tri základné typy spoločností (Klimešová,2014). Týmto sú mikro-podnik, malé a stredné spoločnosti. Dane môžu častokrát vytvoriť skryté neočakávané výdavky. V súčasnosti sa spoločnosti orientujú na vytváranie hodnôt s využitím nových technológií, ktoré priniesla 4. priemyselná revolúcia, a preto by sa mali zamerať aj na výsledné daňové riziká a príležitosti. Vplyv priemyslu 4.0 na daňovú politiku je stále vo veľkej miere ignorovaný. Základy dnešného medzinárodného

daňového systému boli formulované pred vyše 100 rokmi. Zameriavali sa zmeny spôsobené druhou priemyselnou revolúciou a aktualizovali sa len na riešenie zmien, ktoré so sebou priniesla tretia. „*Daňové systémy boli historicky formované tak, aby sa v nich odrážala aj stratégia optimalizácie nákladov napr. uplatnením vhodnej odpisovej metódy, finančného a operatívneho lízingu, následne ktorými sa definovali odvetvia počas dvadsiateho storočia.*“ Štvrtá priemyselná revolúcia so sebou prináša značné zmeny. Náklady už nie sú podstatou nových priemyselných stratégií, ale stali sa nimi príjmy. Tie môžu pozostávať z viacerých zdrojov a dodávateľské reťazce sú flexibilnejšie ako ekonomiky na požiadanie. Súčasný medzinárodný daňový systém už nie je prispôsobený na obdobie, v ktorom vládne umelá inteligencia, inteligentné továrne a v ktorom vládne prediktívne udržiavanie. Pre regulačné orgány je náročné držať krok pri prispôbovaní daňového systému na zmeny, ktoré so sebou prináša priemysel 4.0. Existujú medzery, ktoré môžu spôsobiť riziká viacnásobného zdanenia, ktoré by mohli poškodiť priemyselné spoločnosti.

Návrhy daňovej správy, ktorá bude schopná zosúladiť nové globálne obchodné modely s roztrieštenými a častokrát protekcionistickými vnútroštátnymi daňovými pravidlami, budú rozhodujúce pre trvalo udržateľné úspechy odvetvia 4.0 - pre podniky aj daňové regulačné orgány. Na daňovú pozíciu majú vplyv rôzne činitele. Môže sa jednať napríklad o zmeny v dodávateľskom reťazci, zavádzanie nových produktov alebo služieb, dodatočné kapitálové výdavky alebo prispôbenie produktov môžu mať dôsledky na daňovú pozíciu. Pochopením posunov, úloh a bodov vplyvu, ktoré vytvoril priemysel 4.0, môžu podniky vytvoriť daňovú stratégiu a rámec na úspešnú navigáciu v novej krajine.

Uved'me si príklad transferového oceňovania. Tvrdý dopad na globálnu spoločnosť, kde sa zisky zdaňujú, môže mať digitalizácia, ktorá sa uskutoční prostredníctvom reštrukturalizácie dodávateľských reťazcov alebo vplyvom na hodnotové reťazce. Digitalizácia taktiež môže ovplyvniť počet a charakter transakcií uskutočňovaných medzi spoločnosťami a z toho dôvodu by sa museli znova posúdiť transferové ceny týchto transakcií.

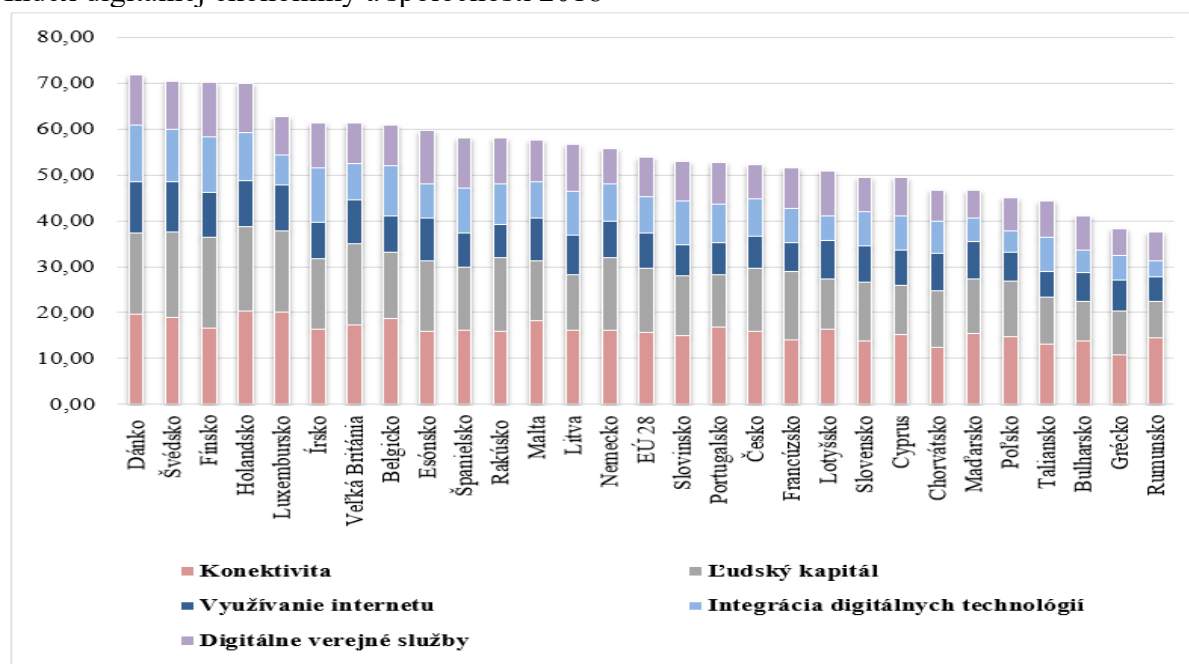
4.2 Digitalizácia spoločnosti

Rast digitálnych technológií, ktoré využívajú podniky, sa vo veľkej miere zvyšuje. Nadpriemerný stupeň integrácie digitálnych technológií dosahuje stále viac krajín EÚ. Spojené kráľovstvo, Španielsko, Dánsko a Luxembursko sú tie európske krajiny, ktoré sú najviac digitálne informované. Na rozdiel od nich sú pre niektoré východné a južné štáty potrebné zlepšenia. V roku 2018 až 70% spoločností EÚ investovalo do digitálnych technológií. Index digitálnej ekonomiky a spoločnosti (DESI) patrí medzi index, ktorý obsahuje súhrn ukazovateľov európskej digitálnej výkonnosti a zároveň pozoruje vývoj členských štátov v EÚ a je zameraný na oblasť digitálnej konkurencieschopnosti. K základným ukazovateľom patrí dosahovaná úroveň digitálnych vedomostí, infraštruktúra, intenzita regulácie, prístupnosť k mobilným zariadeniam a veľkosť trhu. V nasledujúcom grafe uvádzame prehľad indexu za jednotlivé štáty EÚ.

Dánsko, Švédsko, Fínsko, Holandsko sú krajiny, ktoré majú v EÚ najrozvinutejšie digitálne ekonomiky. Rumunsko, Grécko, Bulharsko a Taliansko zasa patria ku krajinám, ktoré majú podľa DESI najnižšie hodnotenie. Slovensko sa podľa tohto indexu za rok 2018 nachádza na 20. mieste spomedzi ostatných členských krajín EÚ. Oproti roku 2017 nezmenilo svoje obsadenie v rebríčku umiestnenia, avšak skóre Slovenska sa oproti roku 2017 zmenilo z 45,5 na 49,5 bodu. Občania Slovenska sú priemerní užívatelia internetu a infraštruktúra a prístup k službám pevného širokopásmového pripojenia, spolu so službami 4G u nás ešte nie sú rozvinuté tak, ako v ostatných krajinách. Slovensko sa postupne snaží, aby spoločnosti začali využívať v podnikaní nové moderné digitálne nástroje, ale aj napriek tomu ho stále zaradujeme ku krajinám, ktoré majú slabšie výsledky.

Graf 1

Index digitálnej ekonomiky a spoločnosti 2018



Zdroj: Index digitálnej ekonomiky a spoločnosti [elektronický zdroj]. [cit. 2019-03-14].

4.3 Ekonomické podmienky v konkrétnom podniku v čase digitálnej revolúcie

Mondi SCP patrí do medzinárodnej siete spoločností, ktoré majú vedúce postavenie v rámci výroby a spracovania obalov a papiera. Zamestnávajú približne 26 000 ľudí a pôsobia vo vyše 30 krajinách. Najvýznamnejšie závody sú situované v strednej Európe, Rusku a taktiež aj v Južnej Afrike alebo Severnej Amerike. Na Slovensku patrí Mondi SCP k jednému z najväčších spracovateľov dreva a papiera. Výrobná kapacita tohto podniku v Ružomberku je 560 tisíc ton nenatieraného jemného papiera, 66 tisíc ton obalového papiera a 100 tisíc ton trhovej bučiny. Výhodná pozícia v strede Európy zabezpečuje dostupné, stabilné, včasné a kvalitné dodávanie výrobkov pre zákazníkov. Spoločnosť exportuje takmer 94 % výroby do zahraničia.

4.3.1 Základné finančné ukazovatele spoločnosti Mondi SCP

V tabuľke 1 uvádzame prehľad základných finančných ukazovateľov spoločnosti Mondi SCP v porovnaní so skupinou Mondi SCP za roky 2016 a 2017.

Tabuľka 1

Základné finančné ukazovatele (IFRS) v tis. EUR

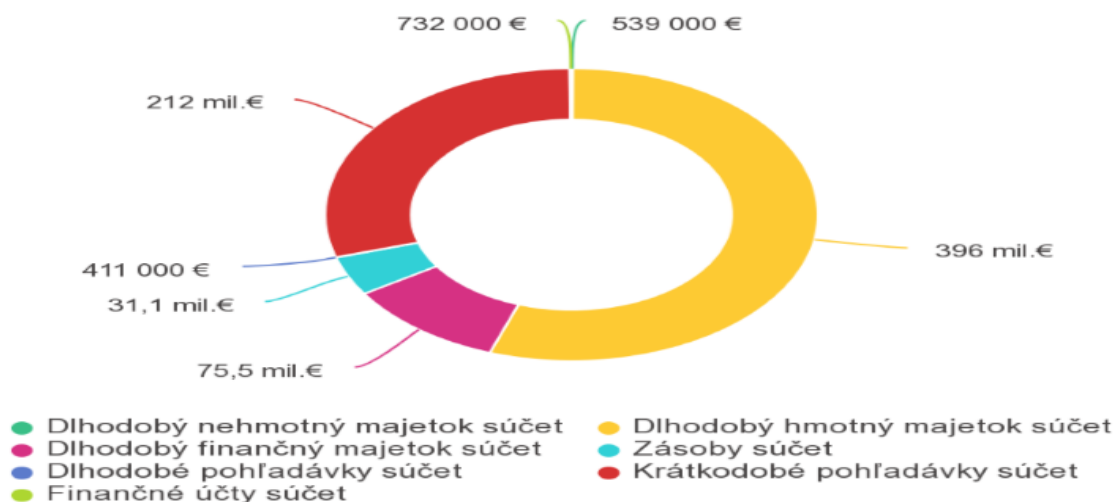
Základné finančné ukazovatele v tis. EUR	Mondi SCP		Mondi SCP skupina	
	2017	2016	2017	2016
Tržby z predaja výrobkov a služieb a ostatné výnosy	516 718	523 337	807 350	763 542
Čistý zisk	72 267	84 204	69 588	89 949
Aktíva celkom	716 497	684 117	837 643	804 904
Neobežný majetok	472 685	483 658	494 437	505 910
Obežný majetok	243 812	200 459	343 206	298 994
Pasíva celkom	716 497	684 117	837 643	804 904
Závazky celkom	170 951	170 841	300 751	304 654
Vlastné imanie	545 546	513 276	536 892	500 250
Priemerný počet zamestnancov	1 042	1 001	1 808	1 745

Zdroj: výročná správa spoločnosti Mondi SCP

Akvizícia skupiny Mondi SCP v roku 2017 so spoločnosťou Slovpaper Recycling s.r.o. sa premietla aj do finančných ukazovateľov skupiny za rok 2017.

Graf 2

Aktíva Mondi SCP, a. s.



Zdroj: Mondi SCP, a.s. [elektronický zdroj]. [cit. 2019-03-23].

V nasledujúcom grafe uvádzame vývoj dane z príjmu a splatnej dane spoločnosti Mondi SCP za roky 2009 až 2017.

Graf 3

Vývoj dane z príjmu a splatnej dane za roky 2009 - 2017



Zdroj: Mondi SCP, a. s. [elektronický zdroj]. [cit. 2019-03-23].

4.4 Vplyv digitálnej revolúcie na rozvoj podniku v nadväznosti na jeho zdaňovanie

Skupina Mondi v roku 2015 informovala, že bola odsúhlasená investícia vo výške 310 miliónov EUR na nový stroj, ktorý vyrába kartónový papier, ktorého ročná kapacita je 300 tisíc ton a taktiež sa podporí modernizácia celulózky. Investícia bola zameraná na získanie daňových stimulov od Európskej komisie a ďalších potrebných povolení. Spoločnosť má predpísané využívať najlepšie vyhovujúce technológie, ktorých využívaním prispieva k znižovaniu negatívnych vplyvov na ŽP. Spoločnosť v marci 2018 spustila výstavbu tohto stroja cez projekt ECO plus v celkovej hodnote 340 miliónov EUR.

Európskou komisiou bola v priebehu júla 2017 pre spoločnosť Mondi SCP schválená investičná pomoc, ktorej výška bola 49 miliónov EUR. Pri najmodernejších technológiách,

ktoré zabezpečia šetrnú produkciu, bude mať tento investičný projekt kladný vplyv aj na hospodársku prosperitu v regióne. Podporí sa tak regionálna ekonomika a mali by sa vytvoriť nové pracovné miesta. Tento novozavedený papierenský stroj dá možnosť Mondi SCP diverzifikovať súčasné portfólio, čím spoločnosť môže posilniť svoju pozíciu na trhu vrátane zníženia emisií do ovzdušia a vody. Spoločnosť ďalej plánuje investovať do nového kotla na biopalivá a turbíny. Investícia by mala predstavovať 127 miliónov EUR a mala by opäť spadať k dosiahnutiu daňových stimulov.

Ak by sme hodnotili čas na potrebu platenia daní, tak pomedzi sledovaných krajín v Rakúsku potrebujú podnikatelia jasne najkratší čas na výkon úkonov spojených s platením daní (iba 131 hodín ročne), a to aj napriek spomínanému najvyššiemu počtu požadovaných úkonov, čo dokazuje jednoduchosť a administratívnu nenáročnosť procesov.

Najhoršie sa v kategórii platenia daní umiestnilo Maďarsko (93. miesto), ktoré spomedzi sledovaných krajín vyžaduje druhý najvyšší počet úkonov (11 úkonov), na ktorých splnenie je navyše potrebný najvyšší počet hodín ročne (277 hodín). Slovensko spomedzi porovnávaných krajín sa umiestnilo viac-menej v strede (49. miesto), pričom na splnenie požadovaného počtu úkonov (8 úkonov) potrebujú slovenskí podnikatelia v priemere 192 hodín ročne. Na Slovensku avšak dane a odvody „pohltnú“ druhú najvyššiu čiastku spomedzi sledovaných krajín, a to až 51,6 % z ročného obchodného zisku. Naopak najmenej zaplatia na daniach a odvodoch poľskí podnikatelia – iba 40,5 % z ročného obchodného zisku.

Tabuľka 2

Sledovaná krajina	Slovenská republika	Česká republika	Poľsko	Maďarsko	Rakúsko	Nemecko
Počet platieb (počet úkonov za rok)	8	8	7	11	12	9
Čas (počet hodín za rok)	192	248	260	277	131	218
Celková výška odvedených daní a odvodov (% z obchodného zisku)	51,6	50	40,5	46,5	51,8	48,9
Index vrátenia dane (0 - 100)	87,17	90,75	77,36	63,94	98,54	97,67

Hodnoty sledovaných ukazovateľov v rámci kategórie platenia daní

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Svetová banka, 2018

Daňové prekážky bránia ako MSP, tak aj veľkým spoločnostiam. Ale MSP sú týmito prekážkami viac ovplyvnené, pretože na rozdiel od veľkých podnikov nevlastnia dostatočné množstvo ľudského a ekonomického kapitálu. Tieto prostriedky chýbajú pri získavaní služieb daňových expertov a poradcov. Väčší problém pre MSP predstavujú vyvolané náklady zdanenia, ktoré podnikom vznikajú v súvislosti s existenciou odlišných systémov zdanenia v rámci EÚ, s ktorými sa stretávajú pri podnikaní. Tieto vysoké náklady zdanenia všeobecne môžu znižovať medzinárodnú konkurencieschopnosť. Zároveň sú pre MSP mnohokrát vyššie než pre veľké spoločnosti a ďalej sú vzhľadom k veľkosti podniku regresívne. Regresívnosť sa vzťahuje ku každej dani, teda v konečnom efekte sa kumuluje. Ďalšie meranie preukázalo, že vyvolané náklady zdanenia sú vyššie pre osoby samostatne zárobkovo činné než pre zamestnávateľa. V porovnaní s veľkými podnikmi teda vyvolané náklady zdanenia disproporcionálne zaťažujú MSP a bránia spoločnostiam v aktivitách na jednotnom trhu. MSP teda v súťaži s veľkými podnikmi čelia nevýhodám, ktoré vytvára štát. Vyššie náklady zdanenia tiež nájdeme pri podnikoch zaoberajúcich sa medzinárodnou spoluprácou než na národnej úrovni. Náklady sú vzhľadom k miere zapojenia podniku do medzištátnych aktivít na jednotnom trhu progresívne.

5 Diskusia

Z vykonanej analýzy kvality podnikateľského prostredia v Slovenskej republike v súvislosti so zdaňovaním MSP sa zistilo, že vysoké daňové a odvodové zaťaženie a zložitosť platenia daní je bariérou, ktorá výraznejšie ovplyvňuje podmienky podnikania v našej krajine. Podľa rebríčka Doing Business je zaťaženie druhé najvyššie spomedzi krajín V4, Nemecka a Rakúska. Celková daňová sadzba na Slovensku (ako % zisku) uvedená v hodnotení Doing Business 2018 je 51,6 %. Do tejto sadzby sú započítané odvody zamestnávateľa za zamestnanca, daň z príjmov právnických osôb, miestny poplatok za komunálne odpady a drobné stavebné odpady, daň z úrokov, daň z nehnuteľností, daň z motorových vozidiel. Zaťažujúcim faktorom je v tejto oblasti sú aj duplicitné odvodovo-daňové povinnosti ako napríklad dvojité platenie sociálnych odvodov pri súbehu podnikania a zamestnania, odvody z dividend. Pre živnostníkov a menších podnikateľov predstavuje bariéru aj zložitosť úkonov spojených s daňovými odvodmi. Identifikované daňové prekážky bránia ako MSP, tak aj veľkým spoločnostiam. Ale MSP sú týmito prekážkami jednoznačne viac ovplyvnené, pretože na rozdiel od veľkých podnikov nevlastnia dostatočné množstvo ľudského a ekonomického kapitálu. Tieto prostriedky chýbajú pri získavaní služieb daňových expertov a poradcov. Väčší problém pre MSP predstavujú vyvolané náklady zdanenia, ktoré MSP vznikajú v súvislosti s existenciou odlišných systémov zdanenia, s ktorými sa stretávajú pri podnikaní na jednotnom trhu. Tieto vysoké náklady zdanenia všeobecne môžu znižovať medzinárodnú konkurencieschopnosť. Zároveň sú pre MSP mnohokrát vyššie než pre veľké podniky a ďalej sú vzhľadom k veľkosti podniku regresívne. Regresívnosť sa vzťahuje ku každej dani, teda v konečnom dôsledku sa kumuluje. Na efekty medzinárodného obchodu logicky nadväzuje charakteristika obchodnej politiky (Kalínska, 2010).

6 Záver

Nastolením problematiky podnikateľského prostredia a daňového systému, nemôžeme opomenúť fakt, ktorý potvrdili aj mnohé vedecké štúdie, že nadnárodné podniky presúvajú zisky z jednej krajiny do druhej s výhodnejším spôsobom zdanenia. Napríklad Weichenrieder (1996) a Grubert (1998) často potvrdili vo svojich vedeckých prácach spoliehanie sa na financovanie zahraničných afiliácií (zahraničná afilácia je právnickou osobou, v ktorej investor, ktorý je rezidentom inej krajiny, vlastní podiel, ktorý mu umožňuje riadenie tohto subjektu) v krajinách s vysokou daňou z príjmu právnických osôb s cieľom využívať výhodné daňové zaobchádzanie pri financovaní v krajine s výhodnejším zdaňovaním. Vnútropodnikové transakcie zamerané na zníženie celkových daňových záväzkov potvrdili Grubert & Mutti (1991), Hines & Rice (1994), Harris (1993), Rousslang (1997) a Clausing (1998). Hines & Hubbard, 1990) a poukázali na fakt, že nadnárodné spoločnosti si tiež upravujú načasovanie repatriácie dividend od zahraničnej dcérskej spoločnosti. V posledných výskumoch Desai, Foley & Hines (2002) po preskúmaní údajov o správaní sa podnikateľských subjektov na úrovni pridružených spoločností, navrhol, že predchádzajúce dôkazy USA o vplyve zdaňovania sa môžu podceňovať vplyv zdaňovania na správanie nadnárodných spoločností. Vychádzalo sa z ich empirického zistenia, že Investičný model nepriamo vlastnených pridružených spoločností nadnárodných spoločností v USA bol na tento problém oveľa citlivejší sadzby miestnych daní, ako tomu bolo v prípade investičných modelov priamo vlastnených zahraničných pridružených spoločností. Zároveň, vynaložilo sa úsilie na potlačenie agresívnych činností v oblasti daňového plánovania nadnárodného podniku - napríklad v praxi rozdelenie zdaniteľného zisku do krajín s nízkymi daňami manipuláciou s cenami v rámci vnútropodnikových transakcií (prevod, oceňovanie) a postup priradovania podnikového dlhu a súvisiace zníženie úrokových platieb dcérskej spoločnosti v krajinách s vysokými daňami (nízka kapitalizácia). Na tento problém reagovalo mnoho krajín, aj na odklad daní z príjmu z cudzích zdrojov, na pravidlá rozdelenia výdavkov rodiča a osobitné pravidlá týkajúce sa zahraničných predajných spoločností Gresik (2001).

Poznámka

Tento príspevok je čiastkovým výstupom riešenia projektu VEGA MŠ SR č. 1/0007/19 „Alokácia aktív v prostredí nízkych úrokových mier vo finančných a nefinančných podnikoch v SR“ v rozsahu 100%.

Použitá literatúra (References)

Grubert, H. (2004), “The Tax Burden on Direct Cross-Border Investment: Company Strategies and Government Responses”, in Sorensen, P. B. (eds.) *Measuring the Tax Burden on Labour and Capital*. Cambridge: MIT Press (CESifo Seminar series), pp.129-170. ISBN 978-92-64-03837-0.

Hamerníková, B. (2017). *Veřejné finance - vybrané problémy*. Praha: Wolters Kluwer, 2017. ISBN 978-80-7552-5772-2.

Jurčík, R. (2013). *Daňové systémy v České republice a v mezinárodním srovnání se zameřením na aktuální trendy*. Monografia. Ostrava: Key Publishing, 2013. ISBN 978-80-7418-176-4.

Kalínska, E. a kol. (2010). *Mezinárodní obchod v 21.století*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-2473396-8.

Klimešová, L. (2014). *Daňová optimalizace*. Praha: Ústav práva a právní vědy, 2014. ISBN 978-80-87974-06-3

Kubátová, K. (2015). *Daňová teorie a politika*. 6. aktualizované vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-841-3.

Lénártová, G. (2004). *Daňové systémy*. Bratislava: vydavateľstvo EKONÓM, 2004. ISBN 80-225-1742-9.

Medveď, J. (2009). *Daňová teória a daňový systém*. 1. vydanie. Bratislava: Spirit dva, 2009. ISBN 978-80-89393-09-1.

Vančurová, A. – Láchová, L. (2016). *Daňový systém ČR 2016*. 13. aktualizované vydání. Praha: Vox, 2016. ISBN 978-80-87480-44-1.

Schultzová, A. a kol, (2009). *Daňovníctvo - daňová teória a politika*, Vyd. 2. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-264-1.

Šíroky, J. a kol. (2008). *Daňové teorie - s praktickou aplikací*. Vyd. 2. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-005-8.

Staněk, P. – Ivanová P. (2016). *Štvrtá priemyselná revolúcia a piaty civilizačný zlom*. 1. vyd. Bratislava: ELITA, 2016. ISBN 978-80-970135-8-5.

Gresik, T. A. (2001), “The Taxing Task of Taxing Transnationals”. *Journal of Economic Literature*. Vol. 39 (3), pp. 800-838, September. ISSN 2328-8175.

Harris, D. G. (1993), "The Impact of US Tax Law Revision on Multinational Corporations' Capital Location and Income Shifting Decisions". *Journal of Accounting Research* 31. Vol. 31, pp.111-140. ISSN:1475-679X.

Hines, J. R. – Rice, E. M. (1994). "Fiscal Paradise: Foreign Tax Heavens and American Business". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109/1, pp.149-182. ISSN 1798-7237.

Hines, J. R. – Hubbard, G. (1990), "Coming Home to America: Dividend Repatriations by US Multinationals". In *Taxation in the Global Economy*, edited by Razin, A. & Slemrod, J. Chicago: University Press. ISBN 0-521-78276-7-1.

Euroekonom

<https://www.euroekonom.sk/>, [accessed 12.3.2020].

Clausing, K. A. (1998), "*The Impact of Transfer Pricing on Intrafirm Trade*". NBER Working Paper No. 6688. <https://www.nber.org/books-and-chapters/international-taxation-and-multinational-activity/impact-transfer-pricing-intrafirm-trade>, [accessed 12.3.2020].

Desai, M. A. – Foley, F. C. – Hines Jr., J. R. (2002), "Chains of Ownership, Regional Tax Competition and Foreign Direct Investment", *NBER Working Paper No. 9224*. <https://www.nber.org/papers/w9224>, [accessed 07.03.2020].

Rousslang, D. J. (1997), "*International Income Shifting by US Multinational Corporations*", *Applied Econometrics* 29. pp. 925-934. DOI 10.1080/0003684973626589.

Tax Reforms In EU Member States (2015). https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/tax-reforms-eu-member-states-2015-tax-policy-challenges-economic-growth-and-fiscal-sustainability_en, [accessed 07.03.2020].

Ministerstvo hospodárstva, <http://www.mhsr.sk/aktuality>, [accessed 10.03.2020].

Contact

Katarína Vavrová, Ing. PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave

Fakulta podnikového manažmentu

Katedra podnikových financií

Dolnozemska cesta 1/b

852 35 Bratislava

Slovenská republika

e-mail: katarina.vavrova@euba.sk

Názov

PODNIKOVÉ FINANČIE VO VEDE A PRAXI

2020: Zborník vedeckých statí Katedry podnikových financií

Title

SCIENCE AND PRACTICE OF CORPORATE FINANCE 2020: Proceedings of Scientific Papers of Department of Corporate Finance

Vydalo/Published by

Vydavateľstvo [Publishing House] EKONÓM

Dolnozemska cesta 1

SK-852 35 Bratislava

Slovak Republic

Rozsah/Pages

146 strán/Pages

Rok vydania/Year of publication

2020

Náklad/Printings

50 kusov/pieces

ISBN 978-80-225-4785-7