

Benchmark je jedno z mnohých slov, ktoré sa do slovenčiny neprekladá a finančníci ho používajú ako pojem priamo v originálnom anglickom znení. Pre investora je benchmark akýkoľvek ukazovateľ, s ktorým porovnáva výsledky. Či už svoje alebo správcov investícií v podielových fondoch. Aj my sme prednedávnom zaviedli vlastný benchmark ako užitočný nástroj porovnania výsledkov zhodnocovania finančných prostriedkov našich klientov s výsledkami konkurencie na Slovensku.



Benchmark sme zaviedli aj z dôvodu implementácie smernice Európskeho parlamentu a Rady o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID) do zákona o cenných papieroch. Podľa smernice by pravidelné výpisy zasielané klientom mali obsahovať aj porovnanie výkonnosti portfólia klienta v danom období s referenčnou výkonnosťou, ktorú predstavuje práve benchmark. Túto referenciu

nám poskytujú podielové listy otvorených podielových fondov ponúkaných na Slovensku, ktorých je v súčasnosti takmer 500.

**Náš benchmark je zložený z troch častí, a to peňažný, dlhopisový a akciový benchmark.**

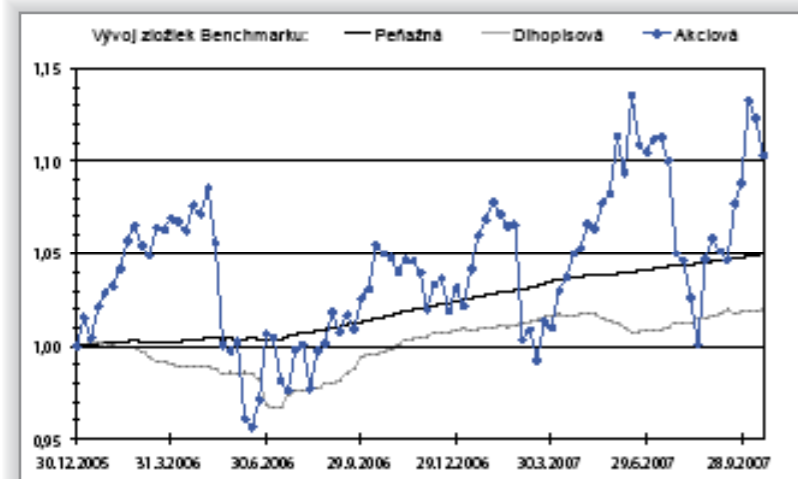
**Peňažný benchmark** obsahuje vývoj hodnoty podielov všetkých 12 peňažných podielových fondov v SKK, ktoré boli založené pred rokom 2006.

Podobne aj **dlhopisový benchmark** je vytvorený z 12 dlhopisových podielových fondov, ktoré investujú prevažne do slovenských dlhopisov.

**Akciový benchmark** tvorí 20 akciových podielových fondov, ktoré v 70% investujú do spoločností v rozvinutých krajinách a v 30% investujú do spoločností v rozvíjajúcich sa krajinách.

**Vývoj hodnôt jednotlivých zložiek benchmarku zobrazuje GRAF 1.** Najzaujímavejší je vývoj akciového benchmarku, podľa ktorého sa jedna investovaná koruna na konci roku 2005 za obdobie viac ako 1,5 roka vôbec nezhodnotila. Spôsobil to najmä prudký prepád akciových trhov od polovice júna 2007 a menové riziko, ktorému boli investície v akciových podielových fondoch vystavené.

GRAF 1.



Negatívne sa prejavilo najmä posilňovanie slovenskej koruny voči hlavným svetovým menám, nakoľko menové zloženie

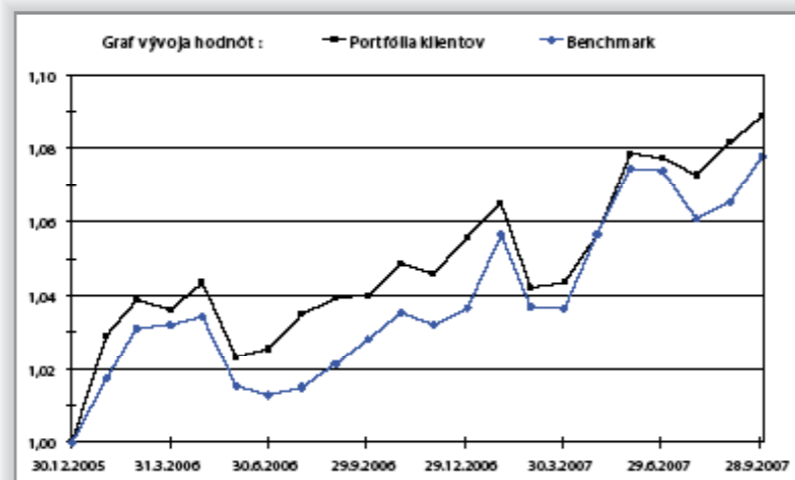
akciového benchmarku je v pomere cca EUR 50%, USD 45% a SKK 5%. Od polovice augusta 2007 však došlo k dynamickému rastu akciového benchmarku o viac ako 10%.

**Každému klientovi, ktorému aktívne riadime portfólio investičných nástrojov, vytvárame pravidelne podľa priemerného mesačného zloženia jeho portfólia individuálny benchmark. Čo to znamená?**

Ak je klient napríklad agresívny investor s investičnou stratégiou na 3 až 5 rokov, tak jeho portfólio tvorí v dlhodobom horizonte 10% peňažná časť, 10% dlhopisová časť a 80% akciová časť. V tomto prípade na porovnanie výkonnosti jeho portfólia použijeme benchmark zložený z 80% z akciového a po 10% z peňažného a dlhopisového benchmarku.

Takéto porovnanie výkonnosti portfólia s benchmarkom bude od nového roka aj súčasťou pravidelných výpisov z investičných účtov klientov.

GRAF 2.



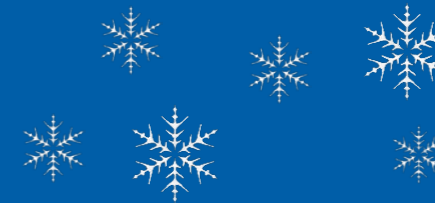
**Porovnanie benchmarku a vývoja hodnoty portfólií všetkých našich klientov, ktorým aktívne riadime portfólio zobrazuje GRAF 2.** Ako vidno na grafe, hodnota portfólií našich klientov poklesla tesne pod hodnotu benchmarku iba raz, a to 30.4.2007. Dôvodom bolo, že sme prešli od investovania do podielových fondov ponúkaných na Slovensku k investovaniu do konkrétnych akciových titulov firiem na celom svete.

V súčasnosti môžeme pre našich klientov vybrať z takmer 10 000 akciových emisií spoločností kótovaných na 21 najvýznamnejších burzách cenných papierov.

Za sledované časové obdobie znázornené v tomto grafe dosiahli investície našich klientov spolu výkonnosť 5,08% p.a. v porovnaní s výkonnosťou trhu, ktorá bola 4,45% p.a.



Ing. Dávid Lapin  
analytik  
041/5078 753



- **Vlastné akcie. Áno či nie?**
- **Svet carry tradingu**
- **Sme lepší ako trh**



Vážení klienti a partneri,

prajeme vám Vianoce plné štedrosti, pohody, lásky, pokoja a v novom roku veľa spokojných a úspešných dní.

kolektív SEVISBROKERS FINANCE



## Vlastné akcie. Áno či nie?

## Pohľad právnika

Na základe súhlasu valného zhromaždenia môže spoločnosť v súčasnosti držať vlastné akcie do výšky 10% jej základného imania v podstate nepretržite. Určovanie hranice pre nadobudnutie vlastných akcií percentuálnym podielom na základnom imaní a výpočet 10%-ného podielu vo väzbe na nominálnu hodnotu základného imania sa ukázali ako prekonané. Aktuálny právny stav má za cieľ zmeniť navrhovaná novela Obchodného zákonníka, ktorou Slovenská republika harmonizuje svoju právnu úpravu s európskou legislatívou.



Novela Obchodného zákonníka počíta s úpravou vyvolanou okrem iného aj zmenou smernice Rady č. 77/91/EHS o zakladaní akciových spoločností a o udržiavaní a zmenách ich základného imania. Po novom by mala byť zrušená hranica 10%. Na druhej strane sa bude prihliadať na doteraz možno okrajovo vnímaný ukazovateľ tzv. výšky rezerv, ktoré možno rozdeliť

medzi akcionárov. Tento ukazovateľ vyjadruje rozdiel medzi vlastným imaním spoločnosti a súčtom jej splateného základného imania a povinne vytváraných fondov. Ak bude rozdiel väčší ako nula, akciová spoločnosť bude môcť nakúpiť vlastné akcie. Avšak len v takej miere, aby hodnota jej vlastného imania neklesla pod hodnotu súčtu splateného základného imania a povinných fondov.

Z uvedeného vyplýva, že spoločnosť, ktorá má nulovú výšku rezerv, ktoré možno rozdeliť medzi akcionárov, by nemala vlastné akcie nadobúdať. Ak ich nadobudne, mala by sa s nimi vysporiadať ako s vlastnými akciami nadobudnutými v rozpore s ustanoveniami Obchodného zákonníka. To znamená, že spoločnosti vznikne povinnosť ich do 1 roka predať alebo znížiť o ne základné imanie.

Ďalšou zmenou v súvislosti s vlastnými akciami je úprava maximálnej doby ich nadobúdania. Má sa predĺžiť zo súčasných 18 mesiacov na 5 rokov. Táto päťročná lehota je však len maximálna, preto valné zhromaždenie pri udeľovaní súhlasu s nadobúdaním vlastných akcií môže v konkrétnom prípade určiť lehotu kratšiu.

Nadalej zostávajú zachované ostatné podmienky nadobúdania vlastných akcií tak, ako ich upravuje § 161a a nasl. Obchodného zákonníka. To napríklad znamená, že po udelení súhlasu valného zhromaždenia na nadobudnutie vlastných akcií, bude musieť predstavenstvo zabezpečiť, aby bola dodržaná hranica pre množstvo takto nadobudnutých akcií. To v praxi znamená koniec sledovania percent a obrat smerom k ukazovateľu výšky rezerv, ktoré možno rozdeliť medzi akcionárov.

Pripravovaná novela okrem iného zmení aj spôsob ukladania účtovných dokladov do zbierky listín obchodného registra. Po novom by sa do zbierky listín mala ukladať aj neschválená účtovná závierka, a to vtedy, ak príslušný orgán akciovej spoločnosti, spoločnosti s ručením obmedzeným, družstva alebo štátneho podniku neschválí účtovnú závierku v lehote 3 mesiacov odo dňa jej predloženia. V takom prípade bude potrebné uložiť neschválenú účtovnú závierku do 30 dní od márneho uplynutia 3 mesačnej lehoty.

## Pozor!

Nemožno však zabúdať, že spoločnosti sú aj naďalej povinné uložiť účtovnú závierku do zbierky listín po jej schválení. Neplnenie tejto povinnosti bude aj naďalej dôvodom na zrušenie spoločnosti súdom.

Podľa novonavrhaného znenia § 192 ods. 1 Obchodného zákonníka by malo predstavenstvo zabezpečovať aj zverejnenie výročnej správy, zostavenie a zverejnenie konsolidovanej účtovnej závierky a konsolidovanej účtovnej správy, ak spoločnosť takúto povinnosť má. Vo väzbe na povinnosti predstavenstva sa navrhuje

dotknúť § 193 ods. 6 Obchodného zákonníka. Do zodpovednosti za škodu spôsobenú spoločnosťou sa navrhuje zahrnúť aj zodpovednosť za škodu spôsobenú spoločnosťou tým, že predstavenstvo nezverejnilo výročnú správu a konsolidovanú výročnú správu.

Prípravovaná novela Obchodného zákonníka v sebe zahŕňa aj problematiku cezhraničného zlúčenia spoločností, ktorej sa však budeme venovať v inom článku.



Mgr. Danica Kozáková  
právnik  
041/5078 744

## Investovanie

### Svet carry tradingu

Páčila by sa vám predstava: lacno si požičať a výhodne požičané umiestniť? Vitajte vo svete carry tradingu. Carry trading je špeciálna, ale stále viac populárna obchodná stratégia, hlavne na menových trhoch. Je založená na výraznom rozdieli úrokových sadzieb (úrovňový diferenciál) medzi menou, v ktorej si požičiavate a menou, v ktorej kupujete investičný nástroj (aktívum). V takom prípade potom naozaj platí, že si lacno požičiavate a výhodne požičané umiestňujete.



Najjagavejším príkladom nízko úročenej meny je japonský jen (JPY). Japonská ekonomika dlhodobo zápasí s rozbehnutím ekonomiky, a preto Japonská centrálna banka po mnoho rokov uplatňovala politiku nulových úrokových sadzieb. Až v júni 2006 došlo k zvýšeniu na 0,25% a vo februári 2007 na 0,50%. Aj keď sa hovorí o ďalšom zvyšovaní v najbližšom období, stále je to smiešny úrok v porovnaní so

svetom. Čo to znamená? Napríklad to, že ak máte voľné peniaze, určite s nimi „nepobežíte“ do Japonska, aby ste ich umiestnili na japonskom peňažnom trhu, to dá rozum. Veď 10-ročné peniaze sú tam úročené cca na úrovni niečo nad 1,5% p.a. Ale čo opačný smer? To je už zaujímavejšie. Zobrať japonské jeny a hľadať ich umiestnenie niekde vo svete.

Klasickým príkladom carry tradingu sú americké štátne dlhopisy s dlhodobým priemerným výnosom 4,6-5,3% p.a. Takže, požičiam si japonské jeny, konvertujem ich do dolára, kúpim štátne dlhopisy a počítam: výnos 4,6% mínus náklady 0,50% rovná sa zisk 4,1% p.a. Ázijskí investori praktizujú túto formu už mnoho rokov či skôr desaťročí. Američania sú z toho celí natešení, že niekto kupuje tie ich zelené bankovky a za ne ešte „divnejšie“ (t.j. absolútne ničím nekryté) dlhopisy. To im umožňuje ďalej zvyšovať svoju zadĺženosť a z Japonska sa stal medzičasom dlhodobo najväčší veriteľ sveta. No, samozrejme, Čína ich už predbehla, ale to je už iná téma.

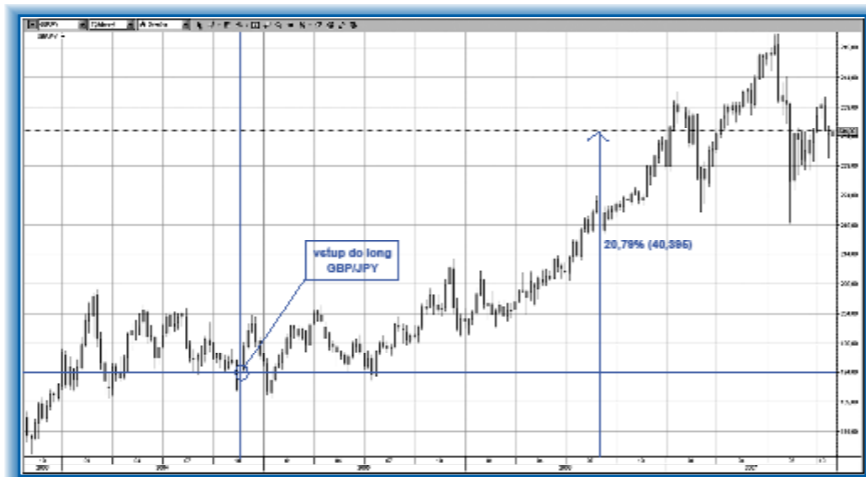
Peňažný trh však prináša ešte výnosnejšie možnosti carry tradingu. Z vyspelých ekonomík má napr. britská libra (GBP) súčasné úročenie 5,75%, austrálsky dolár 6,75% a novozélandský dolár až 8,25%. Odrátajte 0,50% náklady na japonský jen a máte svoj výnos. Všetky tieto meny sa považujú za hlavné meny, vhodné na carry trading. Ak som povedal hlavné, tak pravdepodobne existujú aj iné možnosti. To ale musíme (z pohľadu svetového finančnictva)

ísť do exotiky. Susedné Maďarsko má v súčasnosti úroky už len 7,50%, ale taká Juhoafrická republika 10,50%, Brazília 11,25%, Island 13,30% a Turecko 16,75%. Tak si teda predstavte, že si tie jeny zameníte za turecké líry (TRY) a za ne nakúpite turecké štátne dlhopisy s úročením cca 20% p.a. To už je zaujímavý výnos.

#### V čom je teda riziko celého takéhoto investovania?

Je len jediné a to je vývoj kurzu. Všetky tieto výpočty fungujú, ak je kurz vyrovnaný. V tom lepšom prípade, ak vyššie úročená mena posilňuje, je to dokonca ešte lepšie, pretože okrem už vypočítaného úrovňového diferenciálu získavame aj kurzový výnos. Teda, jediné čo „kazi kšeft“ je, keď nižšie úročená mena silnie voči vyššie úročeným menám.

Ako to funguje v praxi? Pozrime si týždňový graf GBP/JPY, ukazujúci vývoj kurzu za posledné 3 roky.



Ak niekto vstúpil do menovej pozície na posilnenie libry voči jenu (long) napr. pred 3 rokmi na úrovni 194 JPY za GBP a stále má túto pozíciu otvorenú, tak sa určite teší. Súčasný kurz 234 znamená 20% kurzový zisk a navyše chcený úrovňový diferenciál počas celých 3 rokov. Paráda. U ostatných hlavných mien sú tie grafy podobné.

Na peňažnom trhu v poslednej dobe platí, že vyššie úročená mena, ktorá ešte nemá vyčerpaný potenciál ďalšieho zvyšovania úrokových sadzieb, silnie v porovnaní so stabilnou nízko úročenou menou. To nahráva carry tradingu. Pri carry tradingu je, ako aj pri iných stratégiách, dôležitý vstup do pozície a samozrejme, aj výstup. Dlhodobo dobrá nálada je občas striedaná averziou, či skôr vyberaním ziskov a to dáva signály na vstup a výstup z pozície.



Ako ukazuje denný graf TRY/JPY, vlna carry tradingu na tomto páre trvá niekoľko mesiacov a potom prichádza opúšťanie pozícií ako vidno napr. vo februári a v júli 2007.

Vhodným miestom na vstup do carry pozície je začiatok novej vlny (A) a optimálnym momentom na výstup z pozície sú prvé náznaky averzie (B), alebo sa pozícia drží až do kurzu ako pri vstupe a hrá sa len na úrovňový diferenciál (C). Ako sme videli pri libe, takáto pozícia môže byť otvorená aj mnoho rokov a o to pri carry tradingu ide. Čím dlhšie je pozícia otvorená, tým lepšie.

Nakoniec, pre tých, ktorým sa zdá táto stratégia stále nezaujímavá, pridáme „grády“. Pri menových operáciách na peňažnom trhu (FOREX) žiadnu takúto menu nemusíte fyzicky kupovať,

všetko sú to deriváty bez dodania. Navyše, je možné otvárať pozície, pri ktorých nepotrebuje celý obnos peňazí, ale len zlomok (zálohu – margin). Používajú sa teda tzv. pákové efekty, ktoré pri hlavných menách môžu byť napr. 100:1 a pre ostatné aj 50:1. V takom prípade potrebujete na krytie pozície len stotinu hodnoty alebo vám to umožní otvoriť 100-násobne väčšiu pozíciu. Všetky tieto výpočty potom môžete násobiť stami, ak to ide dobre dosiahnete 100-násobný zisk. Výnos z úrovňového diferenciálu v tom prípade napr. pri GBP/JPY predstavuje nie 5,25% p.a., ale 525% p.a. (páka 100:1) a pri TRY/JPY nie 16,25% p.a., ale 812,5% p.a. (páka 50:1) a to už je sila! Toto je ten pravý carry trading, na ktorý hrajú státisíce inštitucionálnych, ale aj individuálnych špekulantov po celom svete. Stali sa skutočnou silou menového trhu a veľkosť ich pozícií predstavuje bilión dolárov (tisíc miliárd USD).

Z carry tradingu sa stal tvorca trhu, určovateľ vývoja kurzov vysokoúročených mien voči nízkoúročeným menám. Sila nejakej meny už preto nie je závislá len od úrovne danej ekonomiky, ale aj od chcenia carry traderov kam jednotlivé kurzy chcú dotlačiť. Chudáci takí Turci, ktorým mena je aj vďaka carry tradingu umelo posilňovaná (v súčasnosti sa hovorí o cca 20%-nom nadhodnotení). Centrálné banky sú často bezmocné a jedinou ich možnosťou je

dlhodobá kontrola inflácie a tým aj udržiavanie úrokových sadzieb na rozumnej úrovni.

Na záver iba jednu dobrú radu. Ak sa niekedy rozhodnete otvoriť si nejakú menovú pozíciu, ktorá spadá pod záujem carry traderov, tak buďte radšej na ich strane, ako proti nim. V ich prospech hrá úrovňový diferenciál a to je dnes, pri možnostiach finančných derivátov, veľké lákadlo.



RNDr. Peter Karailiev  
portfólio manažér  
041/5078 757

## MiFID

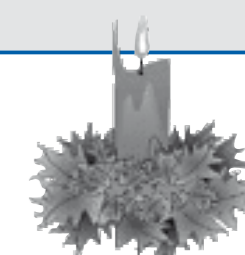
Naša spoločnosť ako licencovaný obchodník s cennými papiermi v súčasnosti zosúladzuje svoju činnosť so smernicou MiFID, ktorá je novou normou EÚ pre poskytovanie investičných služieb a regulované trhy. Účelom smernice je najmä zvýšiť ochranu

klientov a zjednotiť pravidlá poskytovania investičných služieb. Účinnosť týchto zmien v SR plynie od 1.11.2007, prechodné obdobie na zosúladenie činnosti s požiadavkami smernice je stanovené do 1.5.2008.

## UPOZORNENIE

Centrálny depozitár cenných papierov SR, a.s. bude mať technologickú prestávku pravdepodobne v dňoch od 24.12.2007 do 7.1.2008, kedy nebude vykonávať svoju činnosť. V tomto čase nebude poskytovať služby ani Burza cenných papierov v Bratislave, a.s.

Zároveň si Vás dovoľujeme upozorniť, že v dňoch 24.12.2007 až 7.1.2008 budú čerpať dovolenku aj zamestnanci SEVISBROKERS FINANCE. Ďakujeme za pochopenie.



## Aktuality