

PODNIKOVÉ EMISIE CENNÝCH PAPIEROV V SLOVENSKEJ REPUBLIKE

CORPORATE EMISSIONS OF SECURITIES IN SLOVAK REPUBLIC

MAREK KRIŠTOF

Ing. Marek Krištof, Katedra financií a účtovníctva, +421 48 446 63 14, marek.kristof@umb.sk

Abstract

This paper deals with financial topic of emission of corporate securities on public and non-public market in Slovak Republic. It offers brief introduction into the topic and gives historical reasons for the current status of the capital market in Slovakia. Further, it describes current situation using several data of securities emission during recent years. At the end, it also discusses future potential of Slovak capital market and willingness of companies to emit securities in such environment.

Key words: corporate, emission, securities, Slovak Republic

1. Úvod

Tesne po krízovom období v rokoch 2008-2009 sa na slovenskom kapitálovom trhu objavil nový fenomén, ktorý bol do značnej miery medializovaný. Spoločnosti (finančné skupiny) s dostatkom voľných finančných prostriedkov sa v čase krízy a lacných aktív pustili do veľkých projektov, čo viedlo k zakladaniu nových spoločností na Slovensku, ktoré emitovali spočiatku akcie a neskôr aj dlhopisy. Tento jav bol sprevádzaný silnými marketingovými heslami, ktoré hovorili o pokuse oživiť slovenský kapitálový trh, vydávanie cenných papierov podnikmi a obchodovanie s nimi na sekundárnom trhu, na Bratislavskej burze cenných papierov.

Od krízového obdobia uplynulo už sedem rokov, a za toto obdobie badať značné ochabnutie marketingových aktivít využívať kapitálový trh ako zdroj financovania a investovania. V príspevku bližšie popíšeme, akým vývojom prešiel na Slovensku kapitálový trh, aké emisie v tomto období prebehli a či došlo k utlmeniu celého trhu, alebo iba sprievodnej medializácie.

2. Situácia v Slovenskej republike – finančné, legislatívne a daňové hľadisko

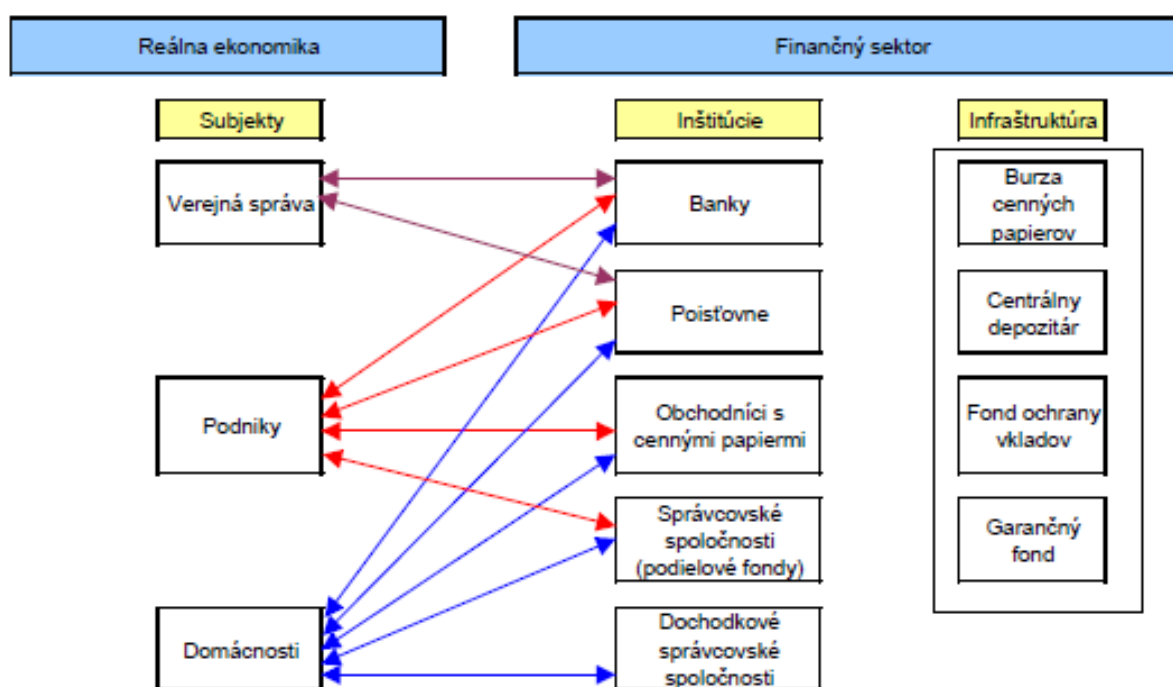
Podľa Beňovej (2007, s. 212) plní finančný trh nasledovné základné funkcie: akumulácia dočasne voľných finančných prostriedkov, alokácia do rôznych oblastí ekonomiky tak, aby tento proces z hľadiska potrieb ekonomiky bol čo najefektívnejší, redistribúcia voľných zdrojov a ich transformácia na investície. Na slovenskom verejnom trhu sa v posledných rokoch (zvlášť od krízového roku 2008) objavilo niekoľko spoločností, ktoré emitovali svoje cenné papiere na burze. Jedná sa tak o akcie ako aj dlhopisy (BCPB, 2015). Z pohľadu kapitálovej štruktúry je zaujímavé sledovať voľbu podnikov medzi emisiou akcií a dlhopisov. Obe možnosti sú zdrojom kapitálu, avšak podmienky jeho získania a jeho kvalitatívne hodnoty sú v oboch prípadoch rôzne. Akcie predstavujú pre investora vlastnícke a rozhodovacie právo, poskytujú možnosť výplaty dividend, ktoré nepodliehajú daňovému štítu, pre podnik však nepredstavujú záväzok, ale vlastný kapitál. Dlhopisy (akéhokoľvek druhu) sú cudzím kapitálom, bez nároku investora na podiely na zisku alebo na riadení firmy. Nákladové úroky z dlhopisových kupónov sú klasifikované ako daňovo uznané náklady a preto sú z tohto pohľadu pre podnik zaujímavejšie, ako vyplácanie dividend. Rozhodnutie

o emisií je tiež podmienené lokálnymi legislatívnymi úpravami. Podniky zvažujú komplikovanosť uskutočnenia samotnej emisie a tiež daňové zaťaženie investora.

Rozhodnutie spoločností použiť dlhopisy ako nástroj financovania môže byť do značnej miery ovplyvnené aj rozhodnutím Slovenskej republiky vo veci dane z príjmu. Od 1. 1. 2014 sa už totiž na Slovensku neplatia odvody z kupónového výnosu korporátnych dlhopisov s domicilom v Slovenskej republike. Jediná daň, ktorá v tomto ohľade zostala je daň z príjmu vyberaná vopred zrážkou na úrovni 19 % v prípade fyzických osôb a daňová povinnosť vo výške 22 % v prípade právnických osôb (J&T Banka, 2015). Aj napriek tomu je však Slovensko je špecifické tým, že prevažná väčšina financovania spoločností je realizovaná prostredníctvom bankových úverov. Vo všeobecnosti to platí o celej kontinentálnej Európe, avšak čím západnejšie sa posúvame, tým viac sa pomer presúva v prospech využívania kapitálových trhov ako zdroju kapitálu. Táto forma financovania je najrozvinutejšia v Spojených štátoch amerických.

Šabíková (2013, s. 412) uvádza, že v poslednom období prešlo podnikateľské prostredie v Slovenskej republike významnými zmenami. Naďalej však existujú problematické miesta, ktorými sú: nepatrné obchody na Burze cenných papierov Bratislava, vysoké daňové zaťaženie a problém komplikovanej a rýchlo sa meniacej legislatívy. Z makroekonomického hľadiska je neexistencia burzového trhu rizikom, pretože financovanie podnikov len dlhovým kapitálom má negatívny dopad na podnikateľskú sféru. Slovenská republika v minulosti jednoznačne vykazovala znaky bankovej ekonomiky, čím sa zásadne líšila od modelov burzových ekonomík, typických pre anglosaské krajiny.

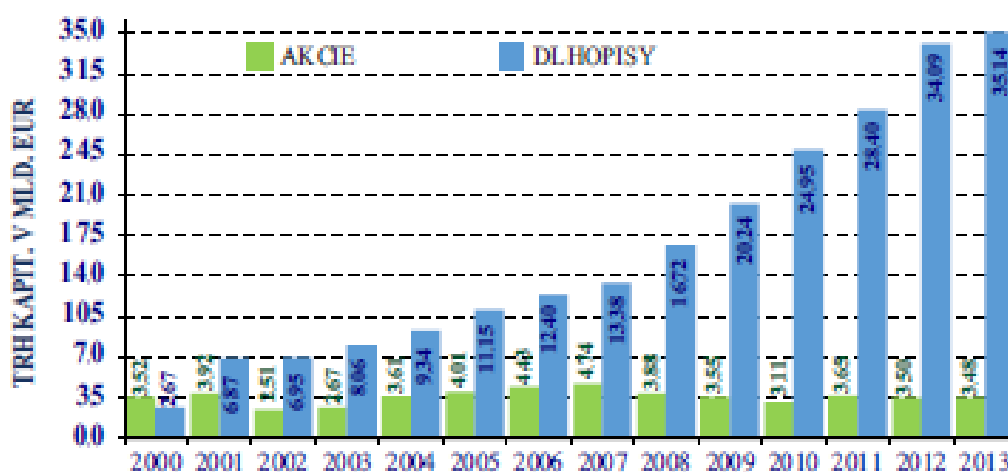
Súčasnú situáciu na slovenskom finančnom trhu hodnotí Šabíková (2013, s. 415) pripisovaním dominantného postavenia bankám. Globalizáciou a tvorbou jednotného trhu finančných služieb a spájaním finančných produktov pod jednu strechu sa úloha regulátora na finančnom trhu stáva podstatne zložitejšou. Na trhu vznikajú nové druhy finančných nástrojov, ktoré zneprehľadňujú finančné toky a spôsobujú vznik nových rizík, ktoré sa premietajú i v oslabovaní výkonnosti podnikov. Z pohľadu rizík má dôležité miesto špekulačné riziko (nepredvídateľné správanie sa finančných skupín na finančných trhoch), ktoré je náročné kvantifikovať.



Obrázok 1 Inštitúcie a infraštruktúra finančného trhu na Slovensku
Zdroj: Šabíková, 2013, s. 413.

Finančný trh na Slovensku je regulovaný od 1. 1. 2006 a integrovaný dohľad vykonáva Národná banka Slovenska. Slovenská republika sa tak zaradila medzi krajiny, ktoré využili možnosť vzniku integrovaného regulátora. Vznik silných finančných skupín môže prispieť k úsporám nákladov a diverzifikovať riziko finančných holdingov, avšak sťažuje to úlohu regulátora. V minulosti sa umelo priviedli na trh stovky emisií, ktoré na verejný trh nepatrili. Vo vyspelých ekonomikách sa uvedenie na burzu považuje za závažný krok v živote firmy. Spomenuté skutočnosti vyplývajúce z historického vývoja však závažným spôsobom narušili dôveru investorov, ktorá sa premieta do súčasnosti. Spoločnosti využívajú verejný úpis akcií cez kapitálový trh len sporadicky. Je to spôsobené nedôverou investorov a neprimeranými transakčnými nákladmi na burze (Šabíková, 2009, s. 2).

Podľa Burzy cenných papierov Bratislava (BCPB) (2015, s. 7) K poslednému obchodnému dňu roka 2014 registrovala BCPB na svojich trhoch 80 emisií akcií (61 emitentov). Z toho na kótovanom hlavnom trhu bolo umiestnených 6 emisií, na kótovanom paralelnom trhu 7 emisií a na regulovanom voľnom trhu sa obchodovalo so 67 emisiami akcií. Trhová kapitalizácia majetkových cenných papierov obchodovaných na trhoch BCPB ku koncu roka 2014 zaznamenala medziročne rast o 11,85 % na úroveň 3,9 mld. EUR. Reálna trhová kapitalizácia, t.j. trhová kapitalizácia pripadajúca na emisie, ktoré majú v histórii aspoň jednu trhovú cenu s výnimkou podielových listov, predstavovala 3,78 mld. EUR (na ročnej báze pokles o 12,27 %) a podieľala sa 97,08 % na celkovej trhovej kapitalizácii akciového trhu. Za rok 2014 medzi najvýznamnejšie akciové emisie na trhu kótovaných cenných papierov z pohľadu dosiahnutého finančného objemu patrili tituly Best Hotel Properties (35,18 mil. EUR, 100 obchodov), Tatry Mountain Resorts (13,85 mil. EUR, 439 obchodov) a Všeobecná úverová banka (3,39 mil. EUR, 959 obchodov). K poslednému obchodnému dňu roka 2014 bolo na trhoch BCPB možné uzatvárať obchody so 192 emisiami dlhopisov (135 emisií hypotekárnych záložných listov, 17 emisií štátnych dlhopisov, 17 emisií bankových dlhopisov, 22 emisií podnikových dlhopisov a 1 emisiou zahraničných dlhopisov). Z toho na kótovanom hlavnom trhu bolo umiestnených 17 emisií štátnych dlhopisov (1 emisia denominovaná v CZK), na kótovanom paralelnom trhu 31 emisií (5 emisií denominovaných v CZK) a na regulovanom voľnom trhu 144 emisií. Trhová kapitalizácia dlhových cenných papierov prijatých na trhy BCPB sa ku koncu roka 2014 vyšplhala na úroveň 37,33 mld. EUR, čo v porovnaní s rovnakým obdobím roka 2013 predstavovalo nárast o 6,25 %. Trhová kapitalizácia dlhopisov obchodovaných na trhu kótovaných cenných papierov zaznamenala od konca decembra minulého roka 3,22 percentný nárast na úroveň 33,98 mld. EUR.



Obrázok 2 Trhová kapitalizácia akcií a dlhopisov na Burze cenných papierov Bratislava v rokoch 2000 - 2013.

Zdroj: Burza cenných papierov Bratislava, 2014, s. 7.

Ohľadom predikovania rozvoja finančného trhu v podmienkach Slovenskej republiky Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied (2008, s. 88) predpokladá, že dominantné postavenie budú mať aj naďalej finanční sprostredkovatelia v zahraničnom vlastníctve, najmä banky. Financovanie domácich investícií bude pravdepodobne ďalej prebiehať formou úverových zdrojov bánk, pričom forma obstarania zdrojov investícií cez domáci kapitálový trh bude zrejme minimálna. Trhová kapitalizácia Burzy cenných papierov Bratislava v posledných rokoch stagnuje okolo úrovne 10 % HDP a podiel kurzotvorných obchodov (keď veľkosť anonymného kurzotvorného trhu je považovaná za indikátor kvality a funkčnosti kapitálového trhu) na celkovom objeme transakcií v rokoch 2005 a 2006 neprekročil 1 %. Emisie cenných papierov na domácej burze ako prostriedok získania kapitálu na rozvoj podnikania budú domáce firmy využívať zrejme v minimálnej miere. V súčasných podmienkach SR možno konštatovať mimoriadne nízky stupeň rozvoja sektora rizikového kapitálu. Objem investícií tohto druhu je v SR v pomere k HDP minimálny tak v porovnaní s vyspelými, ako aj okolitými tranzitívnymi ekonomikami.

3. Emisie cenných papierov

Beňová (2007, s. 216) uvádza, že emitovať cenné papiere na primárnom trhu možno dvojakým spôsobom:

- prostredníctvom neverejného trhu (vopred určeným investorom, s ktorými sa emitent často vopred dohodne o objeme i cene jednotlivých cenných papierov). Takáto emisia nevyžaduje žiadne povolenia a osobitné informácie, ktoré sa všeobecne zverejňujú,
- cez verejný trh, čím sa cenný papier stáva verejne obchodovateľný a musí v zmysle legislatívy spĺňať viaceré náležitosti, pričom súčasťou žiadosti musí byť aj prospekt emitenta cenného papiera, ktorý obsahuje súhrn informácií o emitentovi a jeho hospodárení.

Vzhľadom na zložitosť postupov pri emisiách cenných papierov realizuje väčšina emitentov svoje emisie prostredníctvom sprostredkovateľov – najčastejšie investičných bánk. Znalosť trhu, ako aj možnosť, že veľkú časť emisie kúpi sprostredkovateľ do vlastného portfólia, dovoľuje znižovať transakčné náklady v prospech emitenta. V podmienkach slovenského verejného trhu je známym aranžérom posledne emitovaných korporátnych dlhopisov J&T Banka.

Podľa CFO.sk (2014) vstúpila od 1. 9. 2014 na Slovensku do platnosti novela upravujúca podmienky emisie dlhových cenných papierov, ktorá do značnej miery uľahčuje používanie dlhopisov ako zdrojov financovania, najmä pokiaľ sa jedná o emisiu neverejne obchodovaných dlhopisov. Novela ruší povinnosť emitentov predkladať emisné podmienky na schválenie Národnej banke Slovenska a povinnosť publikovať emisné podmienky v periodickej tlači s celoštátnou pôsobnosťou, pokiaľ sa jedná o neverejne obchodované dlhopisy. Emitenti a investori si tak môžu dohodnúť akékoľvek emisné podmienky. Dlhopisy je potrebné iba zaregistrovať v Centrálnom depozitári cenných papierov.

V rokoch 2013 – 2014 bolo v Slovenskej republike emitovaných celkovo 64 dlhopisových titulov na neverejnom trhu. V Tabuľke 1 je uskutočnený výber desiatich dlhopisov z celého zoznamu, pričom sa v nej nachádzajú aj tituly s najvyšším a najnižším kupónovým výnosom a s najvyššou a najnižšou menovitou hodnotou celej emisie. Je tak možné vytvoriť si obraz o rozsahu neverejného trhu, o veľkosti a výnosnosti jednotlivých emisií.

Tabuľka 1 Výber z podnikových dlhopisov emitovaných na neverejnom trhu v Slovenskej republike v rokoch 2013 až 2014, radený podľa názvu dlhopisu.

Názov dlhopisu	Emitent	Rok vzniku emitenta	Menovitá hodnota celej emisie	Výnos p.a.
ČSOB Leasing Fix 2018	ČSOB Leasing, a.s.	1996	32 000 000 €	1,34%
D1 PARK	D1 Outlet (1), s.r.o.	2009	2 220 000 €	14,00%
Dlhopis EUSTREAM	eustream, a.s.	2004	1 000 000 000 €	4,12%
Dlhopis Penta 12	Penta Funding, a.s.	2005	6 000 000 €	5,00%
Dlhopis Privatbanka 16	Privatbanka, a.s.	1995	3 000 000 €	2,00%
Dlhopis Salve Group	Salve Group, a.s.	2001	1 200 000 €	8,00%
Dlhopis Penta 08	Penta Funding, a.s.	2005	12 000 000 €	5,50%
Finance - in 03	Finance in, s.r.o.	2003	332 000 €	7,10%
SPECTECH 001	Špeciálne technológie, s.r.o.	2002	840 000 €	10,00%
Wellness KOVÁČOVÁ	Wellness KOVÁČOVÁ, s.r.o.	2003	1 000 000 €	6,50%

Zdroj: Gulka, 2014.

Ďalším dôvodom pre rozhodovanie spoločností emitovať korporátne dlhopisy namiesto používania dlhodobých bankových úverov môžu byť budúce očakávania. Pri korporátnych dlhopisoch je totiž úrokový výnos stanovený pevne. Aj v prípade ekonomického rastu teda ostáva rovnaký a ten istý dlh sa stáva relatívne lacnejším vzhľadom na trh. Ak spoločnosti predpokladajú v krátkom alebo strednom období značný ekonomický rast ekonomiky, je pre ne výhodné emitovať dlhopisy s relatívne nízkym kupónovým výnosom v čase ekonomického utlmenia.

V súčasnom období je jednou z dôležitých tém sledovanie krokov Európskej centrálnej banky, ktorá plánuje podporiť ekonomický rast zvýšením monetárnej bázy prostredníctvom nákupu štátnych dlhopisov krajín eurozóny. Toto opatrenie vytvorí tlaky na rast cenovej hladiny a oslabenie Eura ako meny. Výsledkom by mala byť výhodnejšia exportná pozícia, kedy by sa produkty z Eurozóny mali v zahraničí javiť ako relatívne lacnejšie. Podľa Pánisa (TA3, 2015) bude možné už v krátkom čase analyzovať vplyv spomenutých opatrení na makroekonomickú situáciu slovenských spoločností, ktoré sú aktívne na kapitálovom trhu, a ktoré používajú dlhopisy ako nástroj financovania.

Záver

Na základe uvedených skutočností môžeme jasne konštatovať, že v sledovanom období rokov 2008 – 2015 došlo k poklesu medializácie využívania kapitálového trhu. Treba však uviesť, že za posledných 7 rokov došlo k niekoľkým emisiám cenných papierov na Slovensku a to tak na verejnom ako aj neverejnom trhu. Veľké podniky začali uvažovať o využívaní kapitálového trhu ako zdroja financovania. Je tiež pravdou, že veľké množstvo obchodov na burze je stále priamych a teda nie kurzotvorných. To však skôr vypovedá o kondícii kapitálového trhu ako o ochote podnikateľských subjektov financovať svoju činnosť cez emisiu cenných papierov. Najmä v prípade verejného a neverejného trhu vidíme rozdiel tak v počte ako aj v objeme emisií v rokoch 2013-2014. Môžeme z toho usúdiť, že pokiaľ sa jedná o emisiu v úzkom kruhu, kde sa investori poznajú osobne, resp. sú majetkovo alebo inak spätí s emitujúcim podnikom, ich ochota investovať do týchto cenných papierov je omnoho vyššia. Problém je však komplexnejší a mohol by sa čiastočne vysvetliť aj negatívnou historickou skúsenosť drobných investorov so slovenským kapitálovým trhom, ďalej nízkou investičnou gramotnosťou populácie a slabou informovanosťou o možnostiach investovania, ako aj relatívne vysokými poplatkami spojenými s investovaním v porovnaní so

zahraničím. Spomenuté dôvody sú však prekážkami viac na strane individuálnych investorov, ako na strane spoločností.

Literatúra

- [1] BEŇOVÁ, E. et al. 2007. Financie a mena. Bratislava : Iura Edition, 2007, 391 s., ISBN 978-80-8778-142-2.
- [2] BURZA CENNÝCH PAPIEROV BRATISLAVA. 2014. Ročenka 2013. [online]. 2014 [cit. 2014-12-20]. Dostupné na internete: <<http://www.bsse.sk/Portals/0/Resources/statistiky/rocenky/Rocenka2013-BCPB-SJ-final.pdf>>.
- [3] BURZA CENNÝCH PAPIEROV BRATISLAVA. 2015. Burza cenných papierov Bratislava. [on-line]. 2014. [cit. 2014-04-08]. Dostupné na internete: <<http://www.bsse.sk/default.aspx>>.
- [4] BURZA CENNÝCH PAPIEROV BRATISLAVA. 2015. Výročná správa 2014. [online]. 2015. [cit. 2015-10-20]. Dostupné na internete: <http://www.bsse.sk/Portals/0/Resources/vyroczne%20spravy/Vyroчна%20sprava%20BCPB_2014_final.pdf>.
- [5] CFO.sk. 2014. Novela emisie dlhopisov uľahčí, na zmenu to nestačí. [online]. 2014. [cit. 2014-12-20]. Dostupné na internete: <http://www.cfo.sk/articles/novela-emisie-dlhopisov-ulahci-na-zmenu-to-zatial-nestaci#.VKmRWdLF_vp>.
- [6] EKONOMICKÝ ÚSTAV SAV. 2008. Dlhodobá vízia rozvoja slovenskej spoločnosti. [online]. 2008. [cit. 2015-01-05]. Dostupné na internete: <<http://archiv.vlada.gov.sk/old.uv/data/files/5613.pdf>>.
- [7] GULKA, M. 2014. Emisie slovenských podnikových dlhopisov – prehľad a štatistiky [online]. 2014. [cit. 2014-12-20]. Dostupné na internete: <<http://ako-investovat.sk/clanok/904/emisie-dlhopisov-slovenskych-spolocnosti>>.
- [8] J&T BANKA, 2015. Užitočné informácie - dane. [on-line], 2015. [cit. 2015-04-08]. Dostupné na internete: <<https://www.jtbanka.sk/uzitocne-informacie/#dane>>.
- [9] ŠABÍKOVÁ, I. 2009. Vplyv legislatívnych a inštitucionálnych zmien na vývoj finančného trhu na Slovensku. In Finančné trhy, roč. 5., 2009, č. 2. ISSN 1336 – 5711.
- [10] ŠABÍKOVÁ, I. 2013. Finančný trh v kontexte podnikateľskej sféry. In Financie a riziko. Bratislava : Ekonomická univerzita, Národohospodárska fakulta, 2013, s. 412-415.
- [11] TA3. 2015. Host' v štúdiu: S. Pánis o poklese a vývoji Eura. [on-line]. 2015 [cit. 2014-04-15], Dostupné na internete: <<http://www.ta3.com/clanok/1059916/host-v-studiu-s-panis-o-poklese-a-vyvoji-eura.html>>.