

Investície domácností do podnikových dlhopisov sa zvyšovali

Trh domácich podnikových dlhopisov vykazoval v posledných rokoch rastúcu aktivitu. K úspešnému umiestňovaniu dlhopisov nefinančných spoločností výrazne prispieval aj dopyt zo strany domácností. Záujem retailových investorov bol zrejme stimulovaný prostredím nízkych úrokových sadzieb a podporený aj aktivitou distribútorov týchto cenných papierov. Je dôležité, aby neprofesionálni investori z radov domácností mali na pamäti, že nadštandardný výnos domácich podnikových dlhopisov ide ruka v ruku so zvýšeným rizikom spojeným s ich držbou. Hlavnými rizikovými charakteristikami trhu slovenských podnikových dlhopisov je vysoká koncentrácia emitentov, obzvlášť po zohľadnení vzájomných majetkových prepojení, ďalej neexistencia kreditných ratingov týchto dlhopisov a v neposlednom rade ich minimálna likvidita.

Úvod

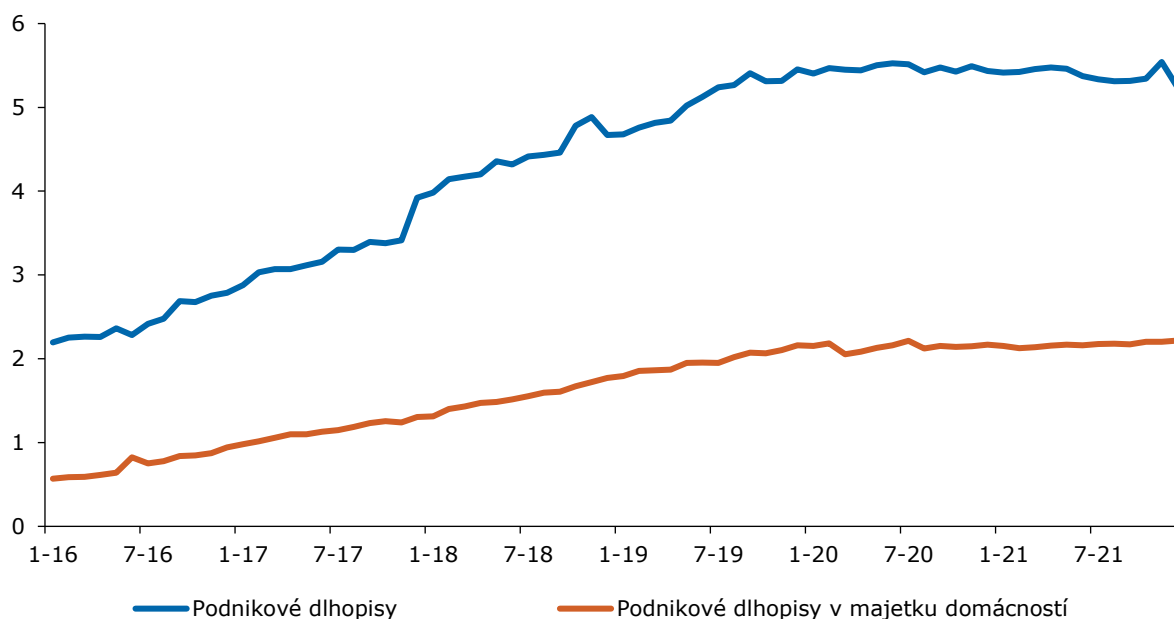
Dlhopisy predstavujú v mnohých krajinách štandardný a objemovo významný nástroj financovania korporátneho sektora. V slovenských podmienkach to príliš neplatí a dlhopisy historicky tvorili iba malú časť pasív domácich nefinančných spoločností. Tuzemské podniky popri vlastnom imaní čerpajú zdroje na prevádzku, či rozvoj najmä prostredníctvom úverov od bánk, prípadne využívajú vnútroskupinové financovanie. Objem peňazí získaný emisiou dlhopisov dosahoval k 31. 12. 2021 v pomere k finančným pasívam podnikového sektora iba 3,5 %.¹

¹ V celom komentári sa štatistické informácie o podnikových dlhopisoch vzťahujú na zaknihované dlhové cenné papiere vedené na majetkových účtoch klientov v centrálnych

Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov Odboru finančnej stability (OPM). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici OPM“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

Ak sa však pozrieme na dynamiku vývoja posledných rokov, vidíme jednoznačný trend zvyšujúceho sa záujmu o získavanie prostriedkov cez umiestňovanie nástrojov na dlhopisovom trhu. Kým v polovici minulej dekády sa súhrnný objem dlhopisov emitovaných domácimi podnikmi nachádzal tesne nad 2 mld. €, ku koncu roka 2019 stúplo toto číslo na úroveň 5,5 mld. €. V priebehu štyroch rokov tak došlo k viac ako zdvojnásobeniu tohto objemu. V posledných dvoch rokoch sa dynamický rast zabrzdil, zrejme z dôvodu nástupu koronakrízy.

Graf 1 Objem domácich podnikových dlhopisov bol pred príchodom koronakrízy na vzostupe k čomu výrazne prispieval dopyt domácností po výnosnejších investičných príležitostiach (mld. EUR)



Zdroj: NBS

Rastovému trendu podnikových dlhopisov napomáhal výrazný záujem domácností o tento druh aktív

Špecifickou črtou rozširovania korporátneho dlhopisového trhu na Slovensku je, že sa vo výraznej miere opiera o dopyt zo strany sektora domácností. K vyššie uvedenému nárastu objemu podnikových dlhopisov za posledných 6 rokov prispeli domácnosti viac ako polovičnou mierou. Zároveň tak došlo k zvýšeniu zastúpenia týchto nástrojov na celkových finančných aktívach domácností. Hodnota priamo držaných dlhopisov emitovaných nefinančnými spoločnosťami v majetku domácností stúpila z necelých 0,6 mld. € v úvode roka 2016 na 2,2 mld. € do konca roka 2021. Ich podiel na aktívach finančného charakteru sa

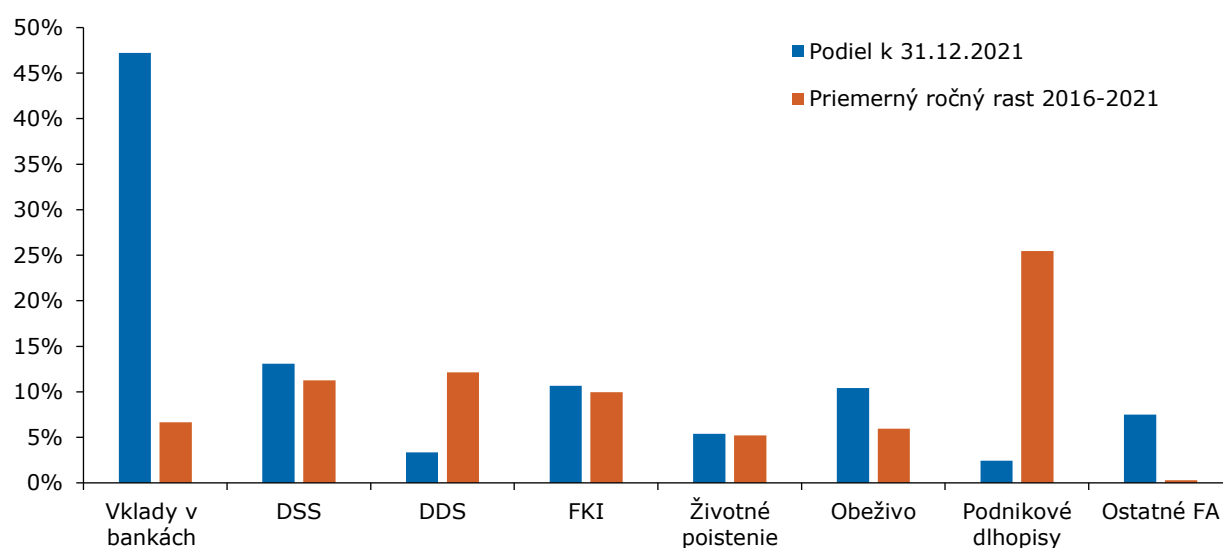
depozitároch v SR, alebo v držiteľskej správe bánk a obchodníkov s cennými papiermi, ale nezahŕňajú listinné cenné papiere, ktoré nakúpili investori priamo od emitentov.

aktuálne dostal k úrovni 2,5 %, čím sa napríklad z hľadiska objemu významom priblížil k úsporám v treťom pilieri. V porovnaní s ďalšími typmi finančných aktív ako bankové vklady, podiely v kolektívnom investovaní, či prostriedky v dôchodkových fondoch, ktorých rast v posledných rokoch v priemere nepresiahol 12 %, pri podnikových dlhopisoch zaujala najmä dynamika rastu presahujúca tempo 25 % ročne.

Zvýšený záujem domácností o investovanie do podnikových dlhopisov zrejme do veľkej miery vyplýva z pretrvávajúceho prostredia nízkych úrokových sadzieb. V čase, keď vkladové produkty v bankách prinášajú nominálne výnosy blízke nule, a tým pádom záporné reálne zhodnotenie je prirodzené, že dlhopisy s úročením nezriedka 5 %, či 6 % predstavujú lákavú alternatívu umiestnenia finančnej rezervy.

Graf 2 Zatiaľ nízky, ale rýchlo rastúci význam podnikových dlhopisov vo finančných aktívach domácností

(%)



Zdroj: NBS

Druhý výrazný faktor, ktorý vedie domácnosti k smerovaniu svojich prostriedkov do dlhopisov podnikového sektora, súvisí s činnosťou bánk a obchodníkov s cennými papiermi, ktorí sú hlavnými distribútormi týchto emisií. Ich pobočková a sprostredkovateľská sieť dáva aktívnym spôsobom do pozornosti svojich klientov túto formu investícií. Niektoré investičné skupiny si zakladajú vlastných obchodníkov s cennými papiermi aj s cieľom distribúcie vlastných dlhopisov, prípadne dlhopisov spriaznených firiem. O tom, že retailový zákazník je cieľovou skupinou už pri formovaní emisií, svedčí skutočnosť, že pri mnohých z nich je menovitá hodnota jedného kusu cenného papiera stanovená na nízkej úrovni 1 000 €, prípadne ešte menej, tak, aby boli prístupné pre širokú škálu záujemcov vrátane drobných investorov. NBS vydala v apríli 2021 dohľadový benchmark s cieľom zjednotiť

postup pri predaji podnikových dlhopisov, a na to nadväzujúcu primeranú ochranu retailového klienta.²

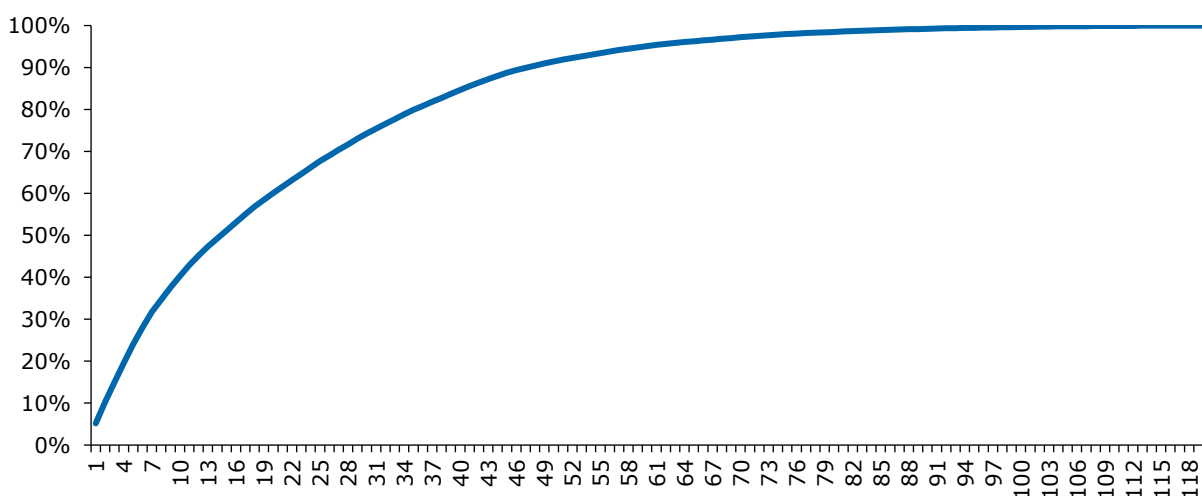
Špecifiká trhu slovenských podnikových dlhopisov a riziká spojené s investovaním

Na priamej kúpe podnikových dlhopisov domácnosťami nie je a priori nič zlé. Je však potrebné mať na pamäti, že nadštandardný ponúkaný výnos nie je ani v tomto prípade zadarmo a s držbou takýchto nástrojov sa spájajú aj určité riziká. Kľúčové je, aby klienti z radov domácností rozumeli povahe týchto finančných produktov a vstupovali do transakcií s nimi za predpokladu, že sú si dostatočne vedomí potenciálnych rizík a ich finančná situácia im umožňuje znášať ich prípadnú materializáciu.

Typickou črtou domáceho trhu s podnikovými dlhopismi je jeho veľká koncentrácia. Napriek tomu, že tento trh v uplynulom období po stránke kapitalizácie rástol, jej prevažnú časť vytvára iba malý počet emisií. Prvých 20 emitentov pokrýva takmer 60 % hodnoty všetkých dlhopisov vydaných nefinančnými spoločnosťami a necelé štyri desiatky najväčších emitentov aktuálne pokrývajú až 80 % trhu. Po ekonomickej stránke stupeň koncentrácie ešte zvyšuje, že významná časť najväčších emisií pripadá na subjekty, ktoré sú navzájom majetkovo prepojené a spadajú pod niekoľko materských holdingových spoločností.

Graf 3 Prevažnú časť trhovej kapitalizácie trhu domácich podnikových dlhopisov pripadá na niekoľko desiatok subjektov

(%)



Zdroj: NBS

Poznámka: Údaje na zvislej osi predstavujú percentuálny podiel prvých n -najväčších emitentov na celkovom objeme podnikových dlhopisov k 31. 12. 2021

² https://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/tlacove-spravy/spravy-vseobecne/detail-tlacovej-spravy/_nbs-zverejnila-dohladovy-benchmark-predaja-podnikovych-dlhopisov/d

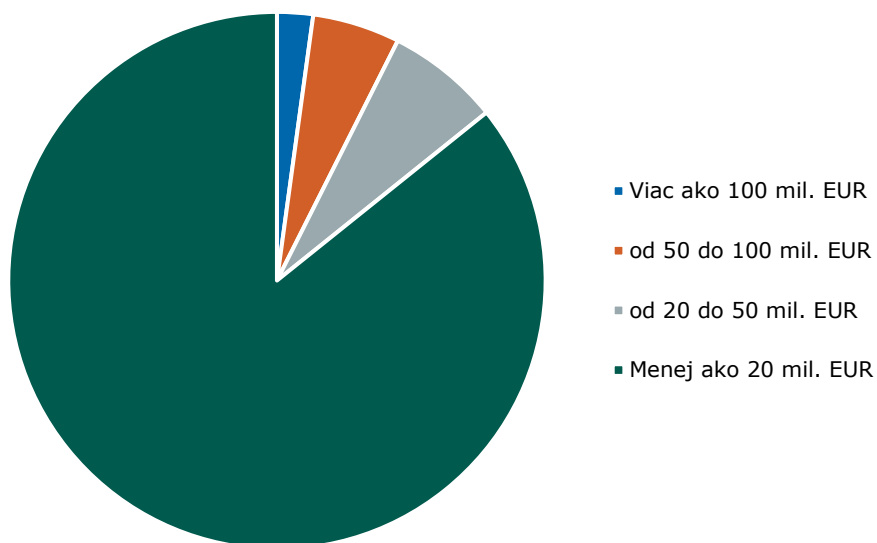
Ďalším znakom domácich podnikových dlhopisov je, že pri nich úplne absentuje hodnotenie kreditnej kvality prostredníctvom ratingových agentúr. V tomto prípade môžeme hovoriť o prirodzenom dôsledku nízkeho objemu jednotlivých emisií. V pomere k objemu získaných prostriedkov by náklady na získanie kreditného ratingu predstavovali pre emitujúce spoločnosti príliš veľký náklad. Neexistencia ratingového hodnotenia automaticky neznamena, že príslušný dlhopis je vysoko rizikový. Pri dlhopisoch bez ratingu sa však celá váha posúdenia rizikovosti investície prenáša na plecia kupujúceho. Obzvlášť v prípade domácností ako investorov sa zdá málo pravdepodobné, že vedú individuálnou analýzou v dostatočnej miere posúdiť kreditnú kvalitu nadobúdaných dlhopisov. S cieľom jednoduchým spôsobom pomôcť investorom rozhodnúť sa, či si podnikový dlhopis kúpiť alebo nie, vydala NBS v roku 2020 Informačnú kartu podnikových dlhopisov.³

Pri posudzovaní kreditného rizika stojí ešte za pozornosťou, že veľká časť domácich podnikových dlhopisov je emitovaná špeciálnymi účelovo zriadenými subjektmi tzv. Special Purpose Vehicle (SPV). Treba povedať, že často existuje určitá forma garancie ich záväzkov, ktorú na seba preberá ich materská, resp. sesterská spoločnosť, ale neplatí to celkom plošne. Niektoré SPV sú dokonca koncipované za účelom financovania jediného, obvykle realitného, projektu a návratnosť prostriedkov veriteľom sa vtedy, za predpokladu absencie garancií, stáva funkciou úspešnosti toho ktorého špecifického investičného zámeru.

Každý investor do slovenských podnikových dlhopisov by mal brať do úvahy ich nízku likviditu. V prvom rade iba približne polovica dlhopisov, v zmysle ich objemu, je prijatá na obchodovanie na regulovanom trhu, v tomto prípade Burze cenných papierov v Bratislave. Aj v rámci týchto obchodovateľných emisií je intenzita transakcií s nimi malá. Navyše aj v rámci uskutočnených obchodov nezriedka ako protistrana vystupuje banka, alebo obchodník s cennými papiermi, ktorí sú sprostredkovateľmi daného cenného papiera. Slabá likvidita trhu domácich podnikových dlhopisov je do veľkej miery dôsledkom malého objemu väčšiny emisií. Podľa stavu ku koncu roka 2021 iba 7 najväčších emisií prekračovalo objemom 100 mil. € s maximom neprekračujúcim štvrt' miliardy eur. Necelé dve desiatky dlhopisov boli vydané v sumárnej hodnote v pásme od 50 do 100 mil. €. Spomedzi zostávajúcich emisií početnosťou prevažovali tie s kapitalizáciou pod 20 mil. €. Nedostatočná likvidita, najmä v kombinácii s prípadným všeobecným zvýšeným stresom na finančných trhoch, môže znamenať, že speňažiteľnosť týchto dlhopisov pred splatnosťou môže byť komplikovaná, a ak, tak iba za cenu výrazného poklesu realizovanej ceny.

³ https://www.nbs.sk/sk/informacie-pre-media/tlacove-spravy/spravy-vseobecne/detail-tlacovej-spravy/_podnikove-dlhopisy-informacna-karta-pomoze-investorom-rozhodnut-sa

Graf 4 Dlhopisové emisie slovenských podnikov sú prevažne malých objemov
Rozdelenie početnosti emisií podľa veľkostných kategórií (%)



Zdroj: NBS

Viktor Lintner

viktor.lintner@nbs.sk