

Exotika od ČEZ

Firmy jsou stále vynalézavější v tom, jak nasát peníze zvenčí. Konvertibilní dluhopisy od ČEZ jsou toho příkladem. Nedivte se. Kreativité na finančních trzích se meze nekladou.

TOMÁŠ KRŠIČKA

V ÚNORU došlo na české dluhopisové scéně k jedné malé revoluci. V jednotvárné šedi státních dluhopisů se ČEZ odhodlal k vydání konvertibilního, tedy za akcie směnitelného, dluhopisu. S výjimkou jednoho zoufalého pokusu v historii, kdy se o něco podobného pokusil developer ECM, ale kde, jak se později ukázalo, vlastně o konvertibilní dluhopisy ani nešlo, je toto v rámci českých podniků premiéra. Počin, který je navíc krásnou ukázkou toho, co je v současné době na finančních trzích možné.

Otázka je, co z toho kdo bude mít. Než se pokusím ji zodpovědět, pojďme si shrnout, v čem jsou konvertibilní dluhopisy zajímavé pro emitenty a v čem pro investory.

Platí, že každý emitent je schopný si půjčovat peníze za určitých podmínek, které jsou kromě obecných podmínek na trhu a délky financování definované především tím, jak na tom je nebo jak jinak dokáže investory ubezpečit, že dostanou své peníze zpátky. Existuje však ještě jedna možnost, jak si financování zlevnit, a to nabídnout investorům možnost vyššího výnosu, nebo lépe řečeno teoretickou možnost lepšího výnosu.

V ideálním případě by to mělo fungovat tak, že čím vyšší riziko na sebe vezmeme, tím vyšší by měl být teoreticky i náš výnos. V případě klasických

dluhopisů je jak riziko, tak i potenciální výnos sice omezený, ale poměrně jasně daný. Opačná situace je u akcií, kde možný výnos je sice „neomezeně“ vysoký, ale riziko tomu odpovídá. A to je základ marketingu konvertibilních dluhopisů: jelikož většina lidí by si přála nejlépe „bezpečnou investici (pokud možno s garancí) s akciovým výnosem“, finanční inženýři jim to vymysleli.

mnohem více. Důležité však je, že neprodělají. A na to sází ČEZ, který teď vyrukoval s produktem s potenciálně velmi vysokým výnosem a s garancí vložených prostředků.

Ale ještě než mu prostřednictvím nějakého fondu či privátního bankéře bezelstně nabídnete svoje úspory, zkuste se zamyslet nad tím, co investorovi tahle firma (a je jedno, že je v tomto případě primárně zaměřená

PROTOŽE KONVERTIBILNÍ DLUHOPISY KUPUJÍ V NAPROSTÉ VĚTŠINĚ SPECIALIZOVANÍ DLUHOPISOVÍ PROFESIONÁLOVÉ, A NE BĚŽNÍ INVESTOŘI, HRA NA POPLATKY TU ODPADÁ.

Ale nenechte se mýlit, nic není zadarmo, a tak pokud máme v tuto chvíli bezrizikové sazby na nule, je nesmysl očekávat, že můžeme z nějakého zázračného finančního produktu získat bezrizikový výnos na úrovni pět, deset procent. Prostě akciový výnos bez rizika neexistuje.

Na druhou stranu v případě konvertibilních dluhopisů se obvykle daří oslovit relativně velkou skupinu investorů, kteří se smíří s tím, že v nejhorším případě vydělají méně, než by mohli, v optimálním případě vydělají

na ty institucionální) vlastně nabízí. Není to žádná komplikovaná úvaha. Vlastní konvertibilní dluhopis je relativně jednoduchá investiční struktura. Rozhodně jednodušší než většina bankovních produktů, kterými každý den zahlcují poštu svých drobných klientů všechny banky a které, oč jsou komplikovanější, o to více se do nich dá ukrýt poplatků. Protože konvertibilní dluhopisy kupují v naprosté většině specializovaní dluhopisoví profesionálové, a ne běžní investoři, tak hra na poplatky odpadá.

Jeho vytvoření umožnil nástup nových produktů, především akciových opcí. Základem celé struktury je klasický dluhopis. Jeho výnos nebo část výnosu se použije na nákup opcí, které se k dluhopisu přidají. V každém případě se jedná o opce, které vám umožní nabýt nějaká aktiva. V případě konvertibilního dluhopisu jsou to zpravidla akcie společnosti, která dluhopis vydává (tzv. convertible bond). K dluhopisu ale může emitent přiřadit opce na akcie jiné společnosti (tzv. exchangeable bond). Přesně to teď dělá ČEZ. Dříve bylo obvyklé, že tyto struktury vydávaly velké investiční banky, v současné době se více zaměřují na garantované produkty, ve kterých pouze opce na akcie konkrétní firmy nahradily opce na akciové indexy. Princip však zůstává stejný.

Zařazením opce do celé struktury se oproti klasickému dluhopisu mění jeho chování, a konvertibilní dluhopisy jsou tak velmi různorodá skupina. Cenu dluhopisu ovlivňuje nejen hodnota dluhopisu, ale také hodnota opce, která je z velké míry závislá na ceně podkladových akcií. A právě skládání dluhopisové jistoty a akciové nejistoty způsobuje, že dluhopis s klesající cenou akcií reaguje na poklesy čím dál tím méně a naopak s růstem ceny akcií čím dál tím více. Některé struktury se tak chovají jako klasické dluhopisy (ty, u kterých cena výrazně poklesla), zatímco jiné můžeme považovat za alternativu k akciím (ty, kde cena akcií výrazně vzrostla). Vše závisí na aktuální ceně akcií oproti podmínkám nastaveným při úpisu.

Všechno je relativně jednoduché, pokud je vše v jedné měně (měna investora, dluhopisu i podkladové akcie). Situace se nám ale komplikuje v okamžiku, kdy do celé struktury přidáme ještě měnovou složku, což je přesně případ emitovaného dluhopisu ČEZ, u kterého navíc není měnové riziko pro korunového investora zastoupené pouze jednou, ale hned dvakrát

(dluhopis je v eurech, ale akcie MOL jsou forintové). Výslednou cenu nám tedy neurčuje pouze pohyb akcií MOL, ale také pohyb forintu vůči euru, a celkový výnos korunového investora je navíc ovlivněn také pohybem koruny vůči euru... Faktorů, které ovlivňují v tomto případě výnos, je tedy spousta.

Základní pravidla při investování do konvertibilních dluhopisů, v nichž se spojuje problematika investování do dluhopisů i do akcií, jsou ale jasná. Zaprvé vybírat dostatečně silné emity poskytující záruku za splacení. Zároveň se zaměřovat na dluhopisy směnitélné do akcií, které vzrostou v ceně. Pokud se jedno nebo druhé podcení, tak v lepším případě investor nevydělá (pokud by emitent dluhopisu nakrásně zkrachoval, nedostane nic).

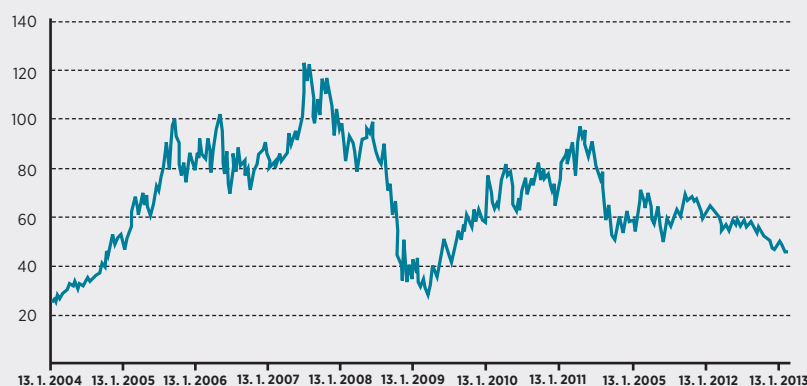
Tolik velmi stručně k teorii, která stojí za konvertibilními dluhopisy. Jak vše funguje v praxi, si pojdme ukázat právě na příkladu konvertibilního dluhopisu ČEZ. S kreditem emitenta by problém být pravděpodobně neměl. Jelikož dluhopis nevyplácí žádný úrok (to je právě daň za možnost vydělat na růstu akcií), úspěšnost investice se bude odvíjet pouze od hodnoty opce. Pokud budeme uvažovat korunového investora, tak růst akcií MOL při současném posilování forintu oproti euru (způsobí růst eurové hodnoty akcií) a posilování eura oproti koruně (větší

korunová hodnota dluhopisu) by byl naprosto ideální scénář. To ale samozřejmě nikdo nezaručí.

Můžeme se ale také zamyslet nad tím, proč to celé udělal ČEZ. Proč místo konvertibilního dluhopisu nevydal raději klasický dluhopis? Pokud by šel touto cestou, musel by investorům za půjčené peníze při této splatnosti zaplatit úrok kolem 1 % ročně, což je při velikosti emise 470,2 milionu eur přibližně 4,7 milionu eur na úrocích ročně. Tady jde ale o víc, než je jenom úspora nákladů. ČEZ historicky vlastní balík akcií MOL, kterých se chce zbavit. Místo toho, aby se je snažil v současné době prodat, použil je jako podkladové akcie pro nový dluhopis. Podle podmínek dluhopisu je cena, za kterou by je ČEZ prodával, navíc nastavena tak, že by za ně zinkasoval o 35 % více, než byla hodnota těchto akcií v době emise.

Dává tedy tento dluhopis smysl? Pro ČEZ jednoznačně ano – v každém případě ušetří ročně téměř pět milionů eur na úrocích a akcie MOL mu buď zůstanou (pokud by nestouply minimálně o 35 %), nebo se jich „zbaví“ podstatně draž, než je jejich současná cena. U investorů se teprve v roce 2017 ukáže, zda si vybrali správný dluhopis a získali svůj vysněný bezrizikový akciový výnos. Anebo jestli přišli o „jistotu“ procenta ročně. **P**

Vývoj ceny akcie MOL v EUR



AUTOR JE CHIEF INVESTMENT OFFICER SPOLEČNOSTI ACCREDITO