

INVESTICE

PODŘÍZENÉ BONDY

Cenné papíry pro (ne)zkušené

TOMÁŠ KRŠIČKA

SVĚT NENÍ ČERNOBÍLÝ a totéž platí i pro cenné papíry obchodované na finančních trzích. Ani zde už nenajdete pouze akcie, dluhopisy a jejich deriváty. K oběma hlavním kategoriím postupně přibýly všemožné podkategorie, které se jedním či druhým přiblížují jak mírou rizikovosti, tak potenciálního výnosu. Proč k tomu došlo? Prostě tak, že se inženýři snažili uspokojit poptávku investorů po výnosech na jedné straně a emitentů

po různých strukturách na straně druhé.

Lidé v bankách tohle pochopitelně vědí, problém je, že to občas tak nějak zapominají sdělit klientům. Neříkám, že je to vždy se špatným úmyslem, ale děje se to. Na nás se například před časem obrátil klient s žádostí o nezávislé posouzení „nabídky dluhopisu s vysokým výnosem“ od jedné z místních bank, ze které se následně vyklubal podřízený bankovní

dluhopis. O tomto případě zde hovořím záměrně, protože pokud měl „osobní bankéř“ vůbec nějaké povědomí o tom, co vlastně nabízí (o čemž vzhledem ke komplexnosti těchto instrumentů pochybuji), tak jsem přesvědčen, že byl pouze o pověstnou jednu lekci napřed před svým klientem. Klientem, který vůbec netušil, do čeho se málem pustil, a na kterého zapůsobil e-mail od bankéře: „Emise je v omezeném objemu a předpokládáme velký zájem.“ Prostě neodolatelná nabídka.

V tomto případě se jednalo o tzv. hluboce podřízené bankovní dluhopisy (Deeply Subordinated Bank Bonds, tj. Tier 1 Bonds nebo také Hybrid Debt), které jsou v pomyslném žebříčku rizikovosti rovnou u akcií. S akciemi mají obdobné riziko, výnosově mohou být podobně zajímavé. S klasickými dluhopisy mají v každém případě společného jen velmi málo. Při vyslovení jejich názvu by měl každý, kdo do dluhopisů investuje a myslí si, že už ho nepřekvapí, zpozornět, protože tohle je jiná liga: dají se tu sice vydělat velké peníze, ale stačí málo a můžete také přijít o všechno.

Jak to s podřízenými dluhopisy tedy je? Pro lepší pochopení je

Přehled základních bankovních instrumentů

SENIORNÍ DLUHOPISY Dluhopisy s pevně daným datem splatnosti a výplatou úroků	Podřízeny pouze přednostním nebo zajištěným pohledávkám.
NIŽŠÍ TIER 2 Dluhopisy s pevně daným datem splatnosti a výplatou úroků, podřízené seniorním dluhopisům	Ztráty jen v případě insolvence. Podřízenost pouze seniorním dluhopisům.
VYŠŠÍ TIER 2 Obvykle dluhopis s neomezenou splatností, nevyplacené úroky se kumulují	Absorbují ztrátu odpisem úroků či nominální hodnoty pro udržení solventnosti emitenta.
TIER 1 Dluhopis s neomezenou splatností, nevyplacené úroky propadají (těž prioritní akcie)	Neexistuje povinnost vyplácet dividendy. Pokud kapitálová přiměřenost poklesne pod regulovanou hranici, dochází k nevyplacení úroků z T1 dluhopisů. Možnost ztráty snížením jejich nominální hodnoty pro udržení solventnosti emitenta.
ZÁKLADNÍ KAPITÁL kmenové akcie	

důležité pochopit posloupnost uspokojování věřitelů banky (a společnosti). V případě, že se totiž emitent dostane do problémů, byste měli vědět, kdo všechno je ve svých nárocích před vámi. Jak je patrné z tabulky, zatímco investoři do seniorních dluhopisů mají velkou šanci na alespoň částečné vyrovnání, investoři do podřízených bondů stojí až na konci řady. Pokud by se snad dostala do potíží banka nebo jiná společnost, která je vydala, bude velice nepravděpodobné, že by na drobného investora po celé akci vůbec něco zbylo.

Další nepříjemnou vlastností těchto cenných papírů je, že za určitých okolností emitent nemusí vyplácet úrok z dluhopisu, a někdy dokonce může snížit i jejich hodnotu, aniž by to znamenalo bankrot společnosti (na rozdíl od klasických seniorních dluhopisů). To vyplývá především z toho, za jakým účelem byly tyto dluhopisy původně vyvinuty a posvěceny regulátory – pro posílení kapitálu bank bez nutnosti vydávat nové akcie.

Výraznou komplikací oproti klasickým dluhopisům je také jejich různorodost, kdy platí, že v podstatě každý má unikátní vlastnosti, které mohou rozhodnout o vašem investičním úspěchu. Z tohoto důvodu do této skupiny cenných papírů investují téměř výhradně pouze profesionální institucionální investoři a k širší veřejnosti se naštěstí dostávají velmi omezeně, většinou zatím v rámci „jedinečných příležitostí“.

Pro zkušené investory mohou být tyto investice extrémně zajímavé z několika důvodů. Charakteristická pro tyto dluhopisy je snaha bank se o investory do těchto instrumentů co nejlépe starat, a pokud je to v jejich silách a zrovna nekrachují, tak ztratit těchto věřitelů za každou cenu zabránit. Logika je jasná: jednou zklamaný investor se již nevrátí a banka bude tuto formu kapitálu vždy potřebovat.

Hlavním důvodem, proč investoři podstupují zvýšené riziko spojené s těmito instrumenty, však není nadstandardní péče bank, ale především jejich výnos. Ten se za normálních okolností může blížit spíše výnosu akciovému. (Pro ilustraci, o jakém výnosu zde hovoříme – při současné situaci extrémně nízkých úrokových sazeb, kdy výnosy klasických dluhopisů nejsilnějších světových bank do-


POKUD MĚL OSOBNÍ BANKÉŘ POVĚDOMÍ O TOM, CO NABÍZÍ, PAK BYL POUZE O POVĚSTNOU JEDNU LEKCI NAPŘED PŘED KLIENTEM.

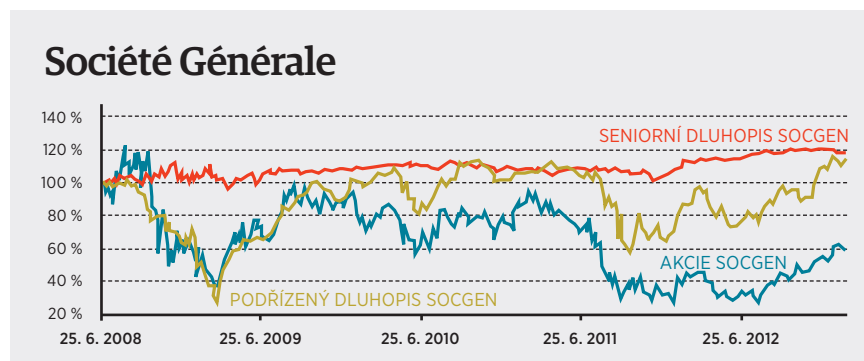
sahují v závislosti na splatnosti 1–3 % ročně, se výnosy těchto dluhopisů pro stejné instituce pohybují na úrovni 5–10 % ročně. U zmíněných výnosů však hovoříme pouze o víceméně garantovaném úrokovém výnosu a nebereme v úvahu pohyby cen těchto dluhopisů, které jsou podobné jako u akcií a které, pokud již nebudete chtít tyto dluhopisy držet a rozhodnete se je prodat, mohou váš výnos posunout někam úplně jinam.)

Rizikovitost, ale i možný výnos dobře ilustruje graf vývoje cen jednotlivých

instrumentů vybraného emitenta, v našem případě jedné z největších světových bank, francouzské Sociétés Générale, matky české Komerční banky, v uplynulých pěti letech.

Až se na vás tedy případně někdy obrátí váš bankéř s podobnou „výhodnou investicí“ do podřízených dluhopisů, bylo by dobré zvážit, zda máte dostatek informací a zkušeností, abyste mohli takovéto rozhodnutí učinit, protože čerstvě odpromovaný „osobní poradce“ bez specializace na dluhopisy, který vám to bude doporučovat, je určitě nemá.

Tomu, koho výše zmíněná rizika neodradila a naopak ho zaujala možnost vysokého výnosu, vřele doporučuji poradit se s odborníky na tuto oblast spíše než pokoušet štěstí sám. A těm, kdo si poradit nedají a věří si, alespoň investovat pouze do dluhopisů nejsilnějších institucí, které nejen nezkrachují, ale nebudou ani znárodněny. A přestože se toto zadání jeví jako naprosto triviální (každý přece „svou“ banku zná a nikdo by neměl uložené úspory v bance, která není silná, že?), obtížnost tohoto úkolu se naplno projevila v minulých krizích v letech 2008 a 2011, kdy velké části bank z Anglie, Německa, Francie, Nizozemska, USA, Rakouska, Švýcarska a dalších zemí musela být poskytnuta rozsáhlá státní pomoc. Tyto instituce tak i nadále mohou hrdě prohlašovat, že už jsou s námi třeba i několik set let. Každopádně příště by už takové štěstí mít nemusely. A vy také ne. 



AUTOR JE CHIEF INVESTMENT OFFICER VE SPOLEČNOSTI ACCREDITO