

Firemní dluhopisy jsou jako kasino

Mezi řadou českých firem bez historie i vlastního kapitálu se v posledních letech rozmohl nebezpečný trend financovat vlastní rozvoj vydáním korporátních dluhopisů. „Nejdůležitější podle mého je, že o obligaci, tedy dluhopis, jde jen formálně. Ve skutečnosti jde o rizikové akcie zabalené do růžového, líbivého obalu,“ říká **Jan Pravda**, zakladatel společnosti Pravda Capital, jež provozuje automatizované investiční strategie na akciových trzích.

VOJTĚCH WOLF

LN O tom, že trh firemních dluhopisů má problém, protože značná část těchto emisí nebude splacena, se hovořilo už před rokem či dvěma. Proč se tyto takzvané junk bondy opět řeší?

Přesný spouštěč neznám, ale nejspíš to bude selhání větších emitentů. Domnívám se také, že to narostlo do velikosti, která je poměrně významná. Bavíme se o desítkách miliard korun. Už i Česká národní banka si přeje všimnout, že je třeba proti tomu vystupovat. Můžu s klidným svědomím říct, že je to kasino. Tedy vy si vsadíte sto tisíc korun – a pak je to jen na charakteru dlužníka, jestli vám peníze vrátí. Jinou ochranu než morální profil vydavatele dluhopisů prostě nemáte.

LN Kde je podle vás problém?

Podle mne stále nedošlo k pochopení problematiky. Všude se píše, že vysoký výnos či úroky odraží vysoké riziko a že mají být lidé opatrní. Jenže ani toto jednoduché pravidlo převzaté z vyspělých trhů nemusí být v českých poměrech splněno. Ani ten cenový papír není v tomto případě pojmenován správně. To, čemu se de iure říká obligace, je často de facto akcie bez nároku na zisk.

LN Co tím přesně myslíte?

Problém je, že kupon, tedy slíbený výnos například ve výši pěti procent, neurčuje trh. Výnos si stanoví vydavatel firemního dluhopisu a jeho poradce. U běžných opravdu obchodovaných dluhopisů je to tak, že se upíše s nějakým výnosem a posléze se obchodují. Když pak spadne cena takového dluhopisu, zvýší se tím pádem výnos například z pěti na deset procent. To je tržní mechanismus, který u takových firemních dluhopisů funguje například v USA. Tam to jeden den ukazuje roční výnos u takového dluhopisu pět procent, další den pět a půl procenta a za týden třeba šest procent. U nás to tak ale nefunguje a nelikvidní dlu-



FOTO PRAVDA CAPITAL

hopis má každý den stejný výnos. Chybí cenotvorba.

LN Určitě jsou ale i mezi jednotlivými emitenty firemních dluhopisů obrovské rozdíly...

Bezpochyby. Uvedu příklad: Máte realitní firmu, která dělá development, poměrně rizikový byznys. Pořád ale platí, že tam jsou alespoň nějaká aktiva, například ty domy, pozemky. A tato firma bude vydávat dluhopisy s kuponem pět procent. Vedle toho máte firmu, která bude vyvíjet internetovou aplikaci pro dopravu. A ta bude také vydávat dluhopis s ročním výnosem pět procent. To riziko je přitom evidentně větší, protože nemají vůbec žádná aktiva a také o nich nikdo nic neví.

LN Více v tom podle vás není?

Nejdůležitější podle mého je, že o dluhopis jde jen formálně. Ve skutečnosti jde o rizikové akcie zabalené do růžového, líbivého obalu obligace. Vysvětlím: Jakmile firma nemá majetek a v rozvaze nad tím dluhem není už žádný vlastní kapitál, nese investor prakticky veškeré riziko podnikání dané firmou. To ve skutečnosti znamená, že maximální zisk takového investora je například pět procent, ale potenciální ztráta sto procent.

Jan Pravda

■ Původním vzděláním doktor aplikované geofyziky prošel ve druhé polovině 90. let vedoucími pozicemi v předních světových investičních bankách Credit Suisse First Boston v New Yorku a Merrill Lynch v Londýně. Absolvoval Univerzitu Karlovu a Cornellovu univerzitu v USA, kde získal titul MBA v oboru financí.

■ V Praze vedl oddělení korporátních financí v Patria Finance. Následně v roce 2003 založil společnost Pravda Capital, roku 2009 pak fond Sanning Capital.

Když však držíte akcii, tak s ní je to tak, že pokles může být sice sto procent, ale stejně tak potenciálně růst může být sto procent. Jinými slovy, ve skutečnosti by měly ty firmy vydávat akcie a ne dluhopisy. Zkrátka celé riziko přenáší na investory – a za to jim nabízejí jen nějaký zastropovaný výnos.

LN Je to tedy podle vás obcházení pravidel?

Pravidel nevím, ale logiky bezpochyby. Kdyby šlo o náhodný

jev, tak neřeknu. Pokud občas někomu, kdo nemůže prodat akcie na nějakém start-up trhu, jako má třeba Varšava, nepůjčí banka, a zároveň má nápad a byznys plán, a vydá proto obligace, můžu to vnímat jako jakési nedorozumění a nejde o nic nebezpečného. Když to ale dělají v Česku stovky firem a je to trend – a vedle toho se vydávají akcie v podobném objemu, jako se vydávají tyto dluhopisy –, tak víte, že jde o nějakou systémovou vadu.

LN Čí je to podle vás chyba?

Bezpochyby problém tkví hlavně v tom, že v Česku špatně funguje celý kapitálový trh, zvláště ten akciový.

LN Vždyť v Česku poměrně nově funguje akciová burza Start, která cílí právě na malé a střední firmy...

Ano to je dobře, ale kolik se na ní obchoduje firem? Je tam pár firem, které se obchodují jednou za čtvrtletí. U nás si prostě malé firmy příliš nemají kam sáhnout pro kapitál. NewConnect ve Varšavě má velmi špatnou historii, co se týče návratnosti obchodovaných titulů. Index této burzy od svého začátku ztratil asi 70 procent. Dokonce lze mluvit o jakémsi skla-

Až na pár výjimek si na těchto dluhopisech investoři natlučou. Já osobně bych do nich nikdy nešel.

”

dišti byznys plánů, kde člověk musí být velmi opatrný. Na druhou stranu tam má investor šanci vydělat někdy sto, dvě stě, nebo dokonce pět set procent, a co je hlavní, ty tituly se tam obchodují. Jsou tam obchodovány řádově stovky firem.

V Česku se místo toho vydávají stovky obligací, které by ve skutečnosti měly být akcemi. Ted mluví právě o těch malých korporátních dluhopisech, kde bere investor sto procent rizika, měl by mít i nárok na zisk, ale nemá.

LN Možná Češi prostě jednotlivé dluhopisy příliš nerozlišují...

Ano, nedávno jsem mluvil s významným podnikatelem, který dostal od brokera návrh, že pokud chce něco zcela bezpečného, má si koupit nějaké čtyři obligace, dluhopisy GE či Dell, které nabízejí třeba o tři procenta ročně víc než státní americký dluhopis se stejně dlouhou dobou splatnosti. Co poradce asi neřekl, bylo, že i v případě těchto obligací můžete přijít o mnoho. Pokud by měl řečnicko Dell problémy, může se stát, že obligace spadne třeba o 25 procent. Zásadní rozdíl oproti českým obligacím ale je, že u firmy, jako je Dell či GE, sedí nad obligacemi akcie (vlastní jmění čili equity; pozn. red.), jež mají tržní kapitalizaci několik miliard dolarů. Tyto akcie fungují jako polštář, chrání držitele dluhopisů před tím, než se to riziko provalí skrz vlastní jmění společnosti k obligacím. Jinými slovy, musel by se stát opravdu velký průšvih, aby to riziko dosáhlo i na držitele dluhopisů. Pak akcie spadnou třeba o 50 procent a dluhopisy o 20 až 25 procent. To je logická kapitálová struktura rozvahy, ale i ta má rizika. To bylo vidět na případu OKD.

V případě, že tam equity, tedy akcie, nejsou a neobchodují se ani akcie, ani obligace, je dlouho ticho... A najednou vidíte, že jste přišel o 70 procent.

LN Jak velká část emitentů firemních dluhopisů si podle vás šla na trh pro peníze s úmyslem je nikdy nesplatit?

To nejsem schopen říct. S tím, jak je to masové, celkem vzájemně podobné a systematické, mi ale přijde, že se jedná o hromadný záměr. Emitent sice klidně může mít v den úpisu v majetku nějaké nemovitosti, ale další den mohou

být pryč. Co můžu tvrdit určitě, je, že obě strany obchodu si v žádném případě nerozumí. Na jedné straně si pro peníze chodí firmy, které říkají, že mají „bezpečné“ obligace, co nesou pár procent. Na druhé straně máme investora, který neví, že bere riziko stoprocentní ztráty bez šance na podobný zisk, a naopak si myslí, že investuje bezpečně. Tak to ale není. Investoři často neviděli ani rozvahy dané firmy, ani jaký má majetek.

LN Jsou v tom Češi výjimeční?

Podle mne je dobré se podívat na trh spekulativních dluhopisů například v USA. Ten byl poměrně velký – a teď se zmenšuje. Hlavní rozdíl oproti tomu našemu je, že je transparentní. Vidíte, jak se tam tyto dluhopisy obchodují – a v mnoha případech se obchodují i akcie těchto firem. Hlavní výhoda je, že se můžete podívat na jejich rozvahy, kolik mají kapitálu oproti tomu, jaký je jejich dluh. Třeba mají dluh sto milionů, kapitál ve stejné výši a velké riziko podnikání – například těžba ropy. To je celkem rozumně vyvážené.

U nás máte základní jmění třeba 20 tisíc a naproti tomu emise dluhopisů za 20 milionů korun. To je naprosto nevyvážené. Takový investor si pak při koupi dluhopisů kupuje ve skutečnosti akcie, které ale říká: „Přes pět procent nevyděláš.“

LN Kdo by to podle vás měl řešit? Mělo by dojít k nějaké legislativní změně?

Řešit by to měla primárně veřejnost vzájemnou informovaností. Proto je třeba ukázat a pojmenovat tento problém. Veřejnost si musí uvědomit, že si kupuje akciový kapitál se zastropovaným výnosem a neomezenou možnou ztrátou. Nepřísluší mi ale, abych říkal, jak se to má regulovat.

LN Tyto emise jsou tu od roku 2012, kdy je umožnila legislativa. Nebyl lepší někdejší stav, kdy si firmy mohl půjčit od bank či soukromých investořů, kteří mnohem lépe než běžná veřejnost byli schopni vyhodnotit případné riziko?

To asi ne, ale je třeba napravit tu asymetrii rizik. Říkám to i s ohledem na to, kolik emisí bylo a kolik jich nejspíš bude mít problémy se splácením. Až na pár výjimek si na těchto dluhopisech investoři natlučou. Já osobně bych do nich nikdy nešel.

LN Je podle vás možné, aby se tyto toxické dluhopisy dostaly do portfolií českých bank či fondů?

Toxické je výstižný název. Nemyslím si však, že by je v portfoliích měly banky. Důvodem jejich existence je právě skutečnost, že banky těmto firmám nepůjčují, a ty si tak musí najít zdroj financování jinde. Že by si pak banky koupily tyto dluhopisy, je nepravděpodobné.

ČNB se orientuje podle eurozóny

Komentátor LN **Jan Macháček** se ptá ekonomů, pedagogů a analytiků, co soudí o aktuálních tématech ze světa ekonomiky a financí.

Zatímco ještě před pár lety bylo považováno za problém, že v rámci globální ekonomiky existují velmi různé rychlostní stupně, dnes dochází k jasné synchronizaci minimálně v oblasti měnové politiky. Bere ČNB v úvahu především evropské faktory, nebo globální trendy?

Autor je předseda správní rady Institutu pro politiku a společnost

DEBATA
JANA
MACHÁČKA



Dominik Stroukal: Světová nejistota je zaklínadlo

Na posledním setkání s analytiky představila ČNB rizika, jimiž vůbec stojí za to se analyticky

zabývat. A lze jasně vidět, že evropská témata jsou nám blíže než světová. Evropské záležitosti se nás dotýkají přímo a lépe se předvídá jejich dopady. Nejistota ve světě se spíš stala zaklínadlem, do kterého se schová všechno. Je pravda, že obchodní vyjednávání mezi

USA a Čínou jsou viditelnou nejistotou, ale podobné nejistoty byly přítomny vždy. Dřív se akorát mluvilo víc o terorismu či válkách. Dnes se mluví o válce obchodní. Dopady těchto nejistot jsou nepředvídatelné, mají tisíce možných variant a je nemožné cokoliv jen odhadovat. Jen víme, že se něco může stát. Ale tak tomu bylo vždy.

DOMINIK STROUKAL
hlavní ekonom skupiny Roklen

Debata je redakčně krácena. Dále do ní přispěli Edvard Outrata, Michal Skořepa, Lubomír Lízal, Svatopluk Kapounek a Lubor Lacina. Celé texty jsou na www.ceskapozice.lidovky.cz

ČESKO

Stát vlastní majetek za 5,2 bilionu korun

PRAHA Celkový majetek České republiky ke konci roku 2017 činil 5,2 bilionu korun, meziročně tak stoupl o 1,3 procenta. Na celkové sumě se nejvíc podílejí stavby a pozemky za 2,9 bilionu Kč. Vyplyvá to z nejnovější konsolidované účetní závěrky, kterou zveřejnilo ministerstvo financí.

Česko jako účetní celek tak předloni vykázalo zisk zhruba 181 miliard korun, meziročně o 43 procent více. Hlavním cílem konsolidované účetní závěrky je poskytnout informace o finanční situaci a výkonnosti všech subjektů státní správy a samosprávy, jako by se jednalo o jednu ekonomickou jednotku. čtk

ODĚVNICTVÍ

Začal veletrh módy Styl a Kabo

BRNO Na brněnském výstavišti v sobotu začal veletrh módy Styl a Kabo. Do dneška zde vystavuje kolem 250 firem, 40 procent z nich je ze zahraničí. čtk

MEZINÁRODNÍ OBCHOD

Ruská Gazprombank odstrihla Venezuelce

MOSKVA Ruská banka Gazprombank se rozhodla zmrazit účty a pozastavit transakce venezuelské státní ropné společnosti Petroleos de Venezuela (PDVSA), aby tak snížila riziko, že bude vystavena americkým sankcím. Oznamovala to včera agentura Reuters. čtk