

RECENZOVANÉ PŮVODNÍ VĚDECKÉ STATĚ

KONVERTIBILNÉ OBLIGÁCIE A ŠPECIFIKÁ ICH HODNOCOVANIA¹

Doc. Ing. Božena Hrvoľová, CSc., Doc. Dr. Ing. Anna Polednáková

Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Dolnozemska cesta 1, 852 35

Bratislava, e-mail: hrvolova@euba.sk, polednak@euba.sk

University of Economics in Bratislava, Faculty of Business and Management, Dolnozemska cesta 1, 852 35

Bratislava, e-mail: hrvolova@euba.sk, polednak@euba.sk

Abstrakt

Konvertibilné obligácie patria do skupiny inovácií, ktoré spájajú vlastnosti viacerých cenných papierov – označovaných ako hybridné alebo syntetické cenné papiere. Článok pojednáva o výhodách týchto cenných papierov pre investora i emitenta, o špecifikách ohodnocovania konvertibilných obligácií, o konverznnej prémii a prémii za právo, ktoré sú spojené s ohodnocovaním konvertibilných obligácií a aj s rozhodovaním investorov, či ostanú v pozícii veriteľa alebo vymenia konvertibilnú obligáciu za akcie spoločnosti.

Klíčová slova

Konvertibilná obligácia, akcia, ohodnocovanie, vnútorná hodnota, konverzný pomer, konverzná hodnota, konverzná prémie, prémie za právo

Key Words

Convertible Bond, Stock, Appreciation, Internal Value, Conversion Ratio, Conversion Value, Conversion Premium, Premium for Right

1 Úvod

Konvertibilné obligácie patria medzi zaujímavé inovácie na kapitálových trhoch. Ide o „hybridné“, syntetické cenné papiere, ktoré spájajú v sebe dlhové a majetkové cenné papiere. Konvertibilné obligácie sú podobné klasickým obligáciám (a plain vanilla) s fixným výnosom z kupónu a splatnou menovitou hodnotou na konci doby životnosti, avšak majú jeden významný rozdiel. Ten spočíva v tom, že v priebehu životnosti má držiteľ (investor) právo na výnos ale v lehote splatnosti (alebo inak stanovenom období) má právo buď na vrátenie menovitej hodnoty alebo môže obligáciu konvertovať na akcie spoločnosti za fixnú, dopredu stanovenú konverznú cenu jednej akcie.

Pevné výnosy konvertibilných obligácií poskytujú ich majiteľom všetky výhody obligácií - stabilný výnos, splatenie menovitej hodnoty na konci životnosti obligácie, obmedzené riziko a podobne. Akciové prvky tohto syntetického cenného papiera dávajú jeho majiteľovi možnosť podieľať sa na prípadnom vzostupe kurzov akcií.

¹ Článok je výstupom grantovej úlohy VEGA 1/4585/07 „Globalizácia finančných trhov a jej dopad na medzinárodný finančný manažment“.

Na Slovensku sú konvertibilné obligácie upravené zákonom č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch a zákonom č. 513/1991 Zb. Obchodným zákonníkom. Podľa paragrafu 160 Obchodného zákonníka môžu akciové spoločnosti na základe rozhodnutia valného zhromaždenia vydávať konvertibilné obligácie až do polovice výšky základného imania.

Obchodný zákonník umožňuje akciovým spoločnostiam emitovať dva druhy konvertibilných obligácií:

1. **vymeniteľné obligácie**, s ktorými bolo spojené právo majiteľa požadovať v dobe splatnosti obligácie jej výmenu za akcie, t.j. zvýšenie základného imania. Takéto zvýšenie základného imania, ktoré sa môže uskutočniť z podnetu majiteľa obligácie, sa označuje ako **podmienené zvýšenie**, lebo k nemu dochádza iba pod podmienkou, že veritelia uplatnili svoje práva z obligácie;

2. **prioritné obligácie**, ktorých majiteľ môže uplatniť predkupné právo na upísanie nových akcií, pokiaľ sa v dobe splatnosti obligácie zvyšuje základné imanie. Pokiaľ však v stanovenej lehote k zvýšeniu základného imania nedôjde, majiteľ obligácie zostáva i naďalej v postavení veriteľa a má právo na vrátenie dlžobnej sumy vrátane stanovených výnosov.

Rozdiel medzi vymeniteľnými a prioritnými obligáciami spočíva v tom, že ak majitelia vymeniteľnej obligácie uplatnia v stanovenej lehote svoje právo, je spoločnosť povinná zvýšiť základné imanie a obligácie vymeniť za akcie. Majitelia prioritných obligácií môžu uplatniť svoje predkupné právo na akcie emitované akciovou spoločnosťou iba v tom prípade, že sa spoločnosť sama v stanovenom čase rozhodne zvýšiť svoje základné imanie. Investori do konvertibilných obligácií majú, v porovnaní s bežnými obligáciami, možnosť stať sa namiesto veriteľmi akcionármi.

Vo svete existujú rôzne konštrukcie konvertibilných obligácií. Jednou z najkomplikovanejších je konvertibilná obligácia, ktorá sa označuje ako „**opčná zmenka s likvidným výnosom**“¹ (LYON – Liquid Yield Option Note), ktorá je privolateľnou konvertibilnou bezkupónovou obligáciou so skrátením doby životnosti. Takúto zmenku vydala napríklad spoločnosť Chemical Waste Management v roku 1990 za cenu 30,7 % s dobou splatnosti 20 rokov. Obligácia spoločnosti je vymeniteľná kedykoľvek za pevný počet akcií. Spoločnosť môže namiesto tohto pevne stanoveného počtu akcií vyplatiť hotovosť. Súčasťou týchto obligácií sú navyše dve opcie. Jednou z nich je každoročná predajná opcia, ktorú vlastní investori a ktorá im umožňuje predať obligácie späť emitentovi za hotové. Druhú opciu má emitent, ktorá mu umožňuje zvolať obligácie tiež za hotové.

Emisné podmienky navyše obsahovali upresnenie, že investori nemohli uplatniť svoju predajnú opciu pred rokom 1993, kým spoločnosť mohla uplatniť svoju opciu ihneď, ale iba za predpokladu, že cena kmeňovej akcie neklesne prvé dva roky pod určité minimum. V prípade, že sa spoločnosť rozhodne emisiu obligácií zvolať, je to pre investorov posledná možnosť na rozhodnutie pre výmenu obligácií za akcie.

Konvertibilná obligácia je atraktívny cenný papier tak z pohľadu emitenta, ako aj z pohľadu investora.

Akciová spoločnosť emituje tento druh cenného papiera v situácii, keď sú jej akcie na trhu podhodnotené. To jej umožňuje stanoviť výnos z kupónu až o tretinu nižší v porovnaní s podobným emitentom klasických obligácií. Prirodzene, že nižší výnos z kupónu sú investori ochotní akceptovať len v prípade možnosti získania kapitálového výnosu. Nižší výnos z kupónu umožní investorom získať obligácie s disážiom vo vzťahu k nominálnej (menovitej) hodnote obligácie. Ďalší potenciál získania kapitálového výnosu z konvertibilnej obligácie má investor aj z práva na výmenu obligácie za akcie. Ak je tržová cena akcií spoločnosti v čase

konverzie nad konverznou cenou, investor bude môcť získať kapitálový výnos realizovaním práva výmeny obligácie za akcie. Preto je investor ochotný akceptovať nižší, ako obvyklý kupónový výnos z konvertibilnej obligácie, lebo mu to bude kompenzovať kapitálový výnos, ktorý získa v budúcnosti.

Potenciálne šetrenie úrokových nákladov robí konvertibilnú obligáciu atraktívnu z pohľadu spoločnosti. Pre emitentov môže byť financovanie emisiou konvertibilných obligácií výhodnejšie ako emisia akcií aj preto, že úroky z cudzieho kapitálu znižujú zisk a tým aj dane, kým dividendy je nutné vyplácať zo zdaneného zisku.

Pre spoločnosť ako emitenta majú konvertibilnej obligácie aj iné výhody. Klasická obligácia (a plain vanilla) býva splatná v určitom čase v budúcnosti, čo nemusí byť výhodné z hľadiska cash flow spoločnosti. Konvertibilná obligácia nemusí splatiť nominálnu hodnotu (alebo inak stanovenú umorovaciu hodnotu), ak si investor bude želať jej výmenu za akcie spoločnosti. Emitent tak ušetrí na splácaní istiny.

Opakom tejto výhody je skutočnosť, že výmena obligácie za akcie v budúcnosti, môže viesť v čase výmeny k zníženiu zisku na akciu (EPS).

Ak sa lehota na výmenu stanoví na viac rokov, napríklad po určitej dobe životnosti alebo v priebehu celej životnosti konvertibilnej obligácie (čo sú niektoré z možností konštrukcie konvertibilných obligácií), spoločnosť môže vyvinúť na okamih premeny obligácií na akcie určitý vplyv odstupňovaním príplatkov v čase. Ak si praje výmenu, stanoví zo začiatku nízke poplatky a neskôr ich zvyšuje, pokiaľ má byť výmena odsunutá do vzdialenej budúcnosti, postupuje opačne.

2 Ohodnocovanie konvertibilných obligácií

V procese ohodnocovania konvertibilnej obligácie sa možno na konvertibilnú obligáciu pozerat' zjednodušene ako na kombináciu klasickej obligácie (a plain vanilla) a kúpnej opcie (call option) na akcie spoločnosti. Ohodnotenie každého z týchto komponentov sa bude javiť relatívne jednoduché a ich spojením nájdeme hodnotu konvertibilnej obligácie tiež.

Zistiť hodnotu prvého elementu, t.j. klasickej obligácie je pomerne jednoduché. Predstavuje sumu budúcich súčasných hodnôt očakávaných cash flow, diskontovaných sadzbou diskontného faktora, ktorá odráža riziko spojené s investovaním do obligácie, dĺžku jej životnosti, likviditu atď.

Skutočný problém spočíva v ohodnotení opčného elementu. Black – Scholesov model oceňovania opcie nám môže pomôcť len sčasti a to z dvoch dôvodov. Jeden z dôvodov je skutočnosť, že model predpokladá nevyplácanie dividend, no realita býva iná. Spoločnosti dividendy spravidla vyplácajú. Druhý dôvod spočíva v tom, že konvertibilnú obligáciu spoločnosť musí vyplatiť kedykoľvek (pokiaľ je táto možnosť uvedená v emisných podmienkach – čiže ak je stanovený termín „vyplatenia kedykoľvek“).

Investor, ktorý si kúpil konvertibilnú obligáciu, kúpil priamo obligáciu a kúpnu opciu na akcie spoločnosti a súčasne bude predávať kúpnu opciu spoločnosti. Čo možno pri ohodnocovaní konvertibilnej obligácie urobiť je, odhadnúť aká bude minimálna hodnota konvertibilnej obligácie.

Minimálna hodnota konvertibilnej obligácie by mala byť vyššia ako hodnota klasickej obligácie a tiež vyššia, ako jej bežná konverzná hodnota. Je dôležité si uvedomiť, že aktuálna trhovacia cena obligácie bude vždy vyššia ako minimálna hodnota konvertibilnej obligácie, rovnako, že aktuálna cena opcie je vyššia ako jej vnútorná hodnota.

2.1 Hodnota konvertibilnej obligácie z pohľadu investora

Hodnota konvertibilnej obligácie závisí od toho, čo sa stane s trhovou cenou akcií emitujúcej spoločnosti počas životnosti konvertibilnej obligácie. Ak cena akcie vystúpi nad konverznú cenu a investor očakáva, že ostane nad touto konverznou cenou, využije svoju možnosť výmeny za akcie. Ak trhovú cenu akcie neprevyší túto hodnotu alebo ak sa očakáva, že nárast nad túto hodnotu bude len dočasný, investor nebude chcieť túto možnosť využiť.

Hodnota konvertibilnej obligácie závisí teda od očakávaní, ktoré zohľadňujú budúcu trhovú cenu akcie. Predikcia očakávaného výnosu cenného papiera je len pravdepodobná, záleží na mnohých faktoroch. Napríklad, ak sa predpokladá, že cena akcie bude rásť istým ročným tempom, potom hodnotu práva konverzie môžeme vypočítať kedykoľvek v budúcnosti. Ak investor zvažuje konverziu v určitom čase v budúcnosti, výnos ktorý môže očakávať, bude determinovaný predikciou očakávanej trhovej ceny akcií. Konverznú hodnotu akcií, ktoré sa získajú v čase konverzie, môžeme vyjadriť nasledujúcim vzťahom:

$$KH_t = P_0(1+g)^n \cdot N \quad (1)$$

kde: KH_t je konverzná hodnota obligácie v čase t ,
 P_0 bežná trhovú cenu akcie,
 g odhadovaný ročný rast ceny akcie,
 N počet akcií, ktoré investor získa konverziou obligácie a
 n počet rokov do konverzie.

Ak sa konverzia bude realizovať v budúcnosti, potom držiteľ konvertibilnej obligácie získa aj výnos za obdobie, počas ktorého je majiteľom obligácie, to znamená výnos z kupónu. Celkový výnos majiteľa konvertibilnej obligácie môžeme potom vyjadriť nasledovne:

$$CV = C_1 + C_2 + C_3 + \dots + C_n + P_0(1+g)^n \cdot N \quad (2)$$

kde: CV je celkový výnos, ktorý získa majiteľ konvertibilnej obligácie a
 C_{1-n} sú výnosy z kupónov v rokoch 1 až n .

Bežná trhovú cenu, za ktorú sa konvertibilná obligácia predáva je známa. Očakávaný výnos, ktorý investor získa z držania cenného papiera možno odhadnúť z nasledujúceho vzťahu:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P_0(1+g)^n \cdot N}{(1+r)^n} \quad (3)$$

kde: P_0 je bežná trhovú cenu konvertibilnej obligácie a
 r vnútorná miera výnosovosti.

Tento prístup využíva Brighamov model ohodnocovania. Môže byť použitý na odhad výnosu, ktorý môže investor očakávať za predpokladu, že je známy dátum konverzie dlhového cenného papiera a veľkosť zmeny ceny akcie počas tohto obdobia. Rovnaký vzťah môžeme použiť aj na určenie požadovanej miery výnosu pre držiteľa konvertibilnej obligácie.

Užitočné porovnanie možno uskutočniť medzi hodnotou dlhového cenného papiera a jeho hodnotou ako majetkového cenného papiera. Analýzou získame dve prémie – konverznú prémiiu a prémiiu za právo. Vypočítame ich podľa nasledovných vzťahov:

$$\text{konverzná prémia} = \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie}}{\text{počet akcií v deň konverzie}} - \text{bežná trhová cena akcie}$$

$$\text{prémia za právo} = \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie} - \text{vnútorná hodnota dlhového cenného papiera}}{\text{počet akcií v deň konverzie}}$$

Tieto rovnice vyjadrujú prémie za jednu akciu.

Na nasledujúcom príklade budeme ilustrovať využitie rovníc, ktoré určujú tieto prémie.

Predpokladajme spoločnosť, ktorá emitovala 1. 1. 2000 konvertibilné obligácie s menovitou hodnotou 1000 Sk splatnou na konci doby životnosti - 31. 12. 2008 a 10 % výnosom z kupónu vyplácaným na konci každého roka v priebehu životnosti. Túto obligáciu bude možné vymeniť za 8 akcií kedykoľvek od 1. 1. 2004 do 31. 12. 2008. Konvertibilná obligácia sa predávala k 1. 1. 2004 za cenu 950 Sk. Predpokladajme že kmeňové akcie spoločnosti sa k

1. 1. 2004 predávali za trhovú cenu 90 Sk. V budúcom období analytici očakávajú ich ročný rast o 10 %.

Výnos cenného papiera investora, ktorý ich nakúpil za cenu k 1. 1. 2004, môžeme odhadnúť pomocou vzťahu č. (3):

$$950 = \frac{100}{(1+r)} + \frac{100}{(1+r)^2} + \frac{100}{(1+r)^3} + \frac{100}{(1+r)^4} + \frac{90(1.1)^4}{(1+r)^4} \cdot 8$$

Riešením uvedenej rovnice dostaneme vnútornú mieru výnosu $r = 11\%$. Očakávaný výnos investora, ktorý si kúpil konvertibilnú obligáciu 1. 1. 2004 za 950 Sk je tak približne 11%.

Konverzná prémia za každý cenný papier je 28,75 Sk, ktorú vypočítame:

$$\begin{aligned} \text{konverzná prémia} &= \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie}}{\text{počet akcií v deň konverzie}} - \text{bežná trhová cena akcie} = \\ &= \frac{950}{8} - 90 = 28,75. \end{aligned}$$

Ak chceme vypočítať k 1. 1. 2004 prémii za právo, potrebujeme vedieť vnútornú hodnotu konvertibilnej obligácie, ako bežného dlhového cenného papiera. Vnútorná hodnota závisí od aktuálneho trhového výnosu podobného dlhového cenného papiera s podobným rizikom, životnosťou, likviditou atď. Za predpokladu, že tento výnos bude vo výške 12%, vnútorná hodnota konvertibilnej obligácie ako bežného dlhového cenného papiera bude 833,3 Sk, t.j.:

$$D_0 = \frac{100}{(1+0,12)} + \frac{100}{(1+0,12)^2} + \frac{100}{(1+0,12)^3} + \frac{100}{(1+0,12)^4} + \frac{1000}{(1+0,12)^4} = 833,3 \text{ Sk}$$

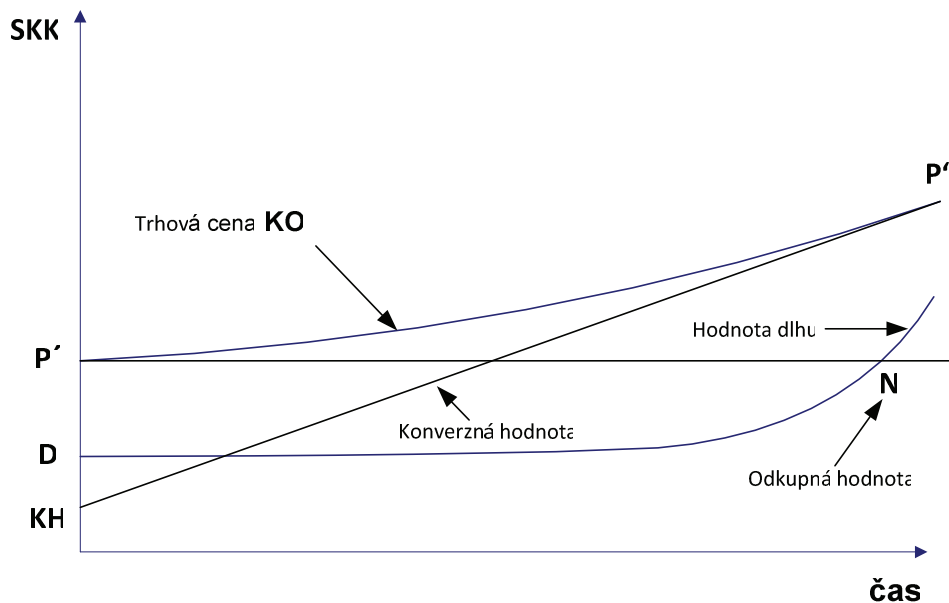
Prémia za právo potom bude vo výške 14,58, ktorú sme vypočítali zo vzťahu:

$$\text{prémia za právo} = \frac{\text{trhová cena konvertibilnej obligácie} - \text{vnútorná hodnota dlhového cenného papiera}}{\text{počet akcií v deň konverzie}}$$

$$= \frac{950 - 833,3}{8} = 14,58.$$

Prémia za právo reprezentuje rozdiel trhovej ceny konvertibilnej obligácie v porovnaní s ekvivalentným dlhovým cenným papierom s rovnakým výnosom z kupónu, životnosťou a menovitou hodnotou. Túto situáciu ilustruje graf č. 1.

Graf č.1



Prameň: Samuels, J.M., Wilkes, F.M., Brayshaw, R.E. : *Management of company finance*. Chapman and Hall, UK, 1993, str. 355.

krivka KH P'' reprezentuje konverznú hodnotu konvertibilnej obligácie v rôznych časových bodoch. Trhová cena je vyššia ako konverzná hodnota, pretože investor očakáva, že cena akcií sa v budúcnosti zvýši nad súčasnú úroveň, a teda aj prémia za právo bude vyššia. Z uvedeného príkladu vyplýva, že konverzná hodnota držiteľa cenného papiera 1. 1. 2004 bola 720 Sk (90 x 8). Trhová cena konvertibilnej obligácie je 950 Sk. Tento rozdiel, reprezentovaný na grafe medzerou medzi krivkou P' P'' a krivkou KH P'', odráža požadovaný rast akcií, ak má mať konverzia zmysel. Ako ukazuje graf, obidve krivky sa približujú, až sa napokon spolu stretnú. V tomto bode by mala začať konverzia. Prémia za právo je na grafe rozdiel medzi krivkou D N a krivkou P' P''.

V prvých rokoch životnosti konvertibilnej obligácie môže byť spodná hranica konverznej hodnoty určená hodnotou konvertibilnej obligácie ako dlhového cenného papiera. Iba v prípade, že cena akcie rastie, bude minimálna konverzná hodnota určená ako hodnota konvertibilného cenného papiera. Pokiaľ je konvertibilná obligácia ohodnotená ako dlhový cenný papier, konverzná prémia bude presahovať prémiiu za právo. Ak ale cena akcie rastie, tak ako investori očakávali a ako sa približuje čas konverzie, konverzná prémia bude nižšia ako prémia za právo.

S rastom konverznej hodnoty konvertibilnej obligácie sa zvyšuje aj jej trhová cena, ktorá vsak rastie pomalším tempom. Tieto dve hodnoty sa napokon stávajú identické. Sú preto najmenej dva dôvody:

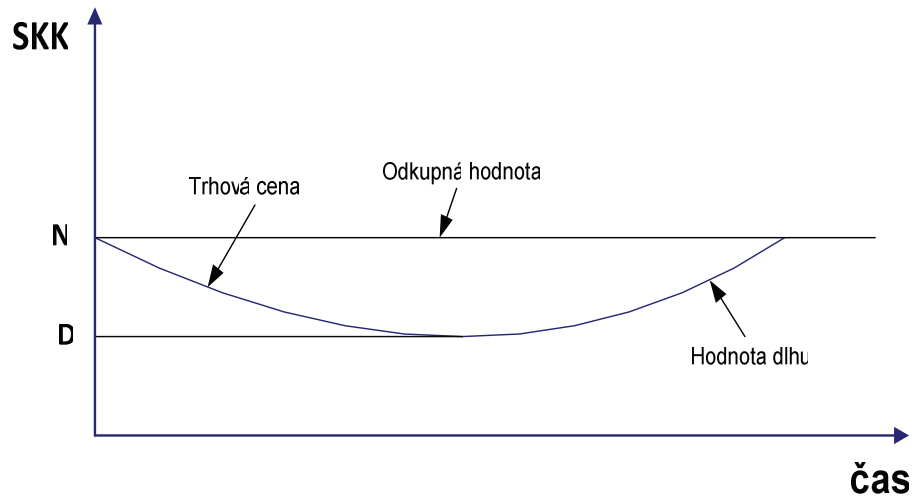
1. s blížiacim sa konverzným obdobím bude drzitel cenného papiera ochotný uskutonit konverziu a ziskať konverznú hodnotu;
2. trhovej cene by sa malo zamedziť, aby stúpla prilis vysoko nad túto hodnotu, inak bude potencialny drzitel v nebezpecnenstve straty. Toto zabranuje sirokemu rozptylu, ktorý by narástol medzi trhovou cenou a konverznou hodnotou. Na vyspelých kapitálových trhoch možno konvertibilnú obligaciu kupit v ktorykoľvek obchodný den. V den, ked ich spolocnota emituje prvý krat, sa predávajú s premiou (premiou za právo) nad cenu, ktorá by bola vyplatená za bežný dlhový cenný papier s nizsimi urokovymi platbami, pretože investori v čase emisie ocakavaju, že výhody sa budú kumulovať prostredníctvom opcie na konverziu akcii. Z rovnakého dôvodu je urokovy výnos (výnos z kupónu) konvertibilnej obligácie nizsi, ako z bežného dlhového cenného papiera. Ak sa vsak cena akcii spoločnosti v priebehu zivotnosti konvertibilnej obligácie nevyvíja priaznivo, cena konvertibilnej obligácie moze klesnuť na uroveň výnosu z bežného dlhového cenného papiera, ktorý moznota konverzie nemá.

2.2 Ohodnotenie dlhu

Ak by bolo pravdepodobné, že cena kmeňových akcii, ktoré sú ponúknuté na výmenu konvertibilných obligacii klesne, alebo sa nezvýši dostatočne na to, aby bola konverzia výhodná, hodnota konvertibilných obligacii sa bude rovnať hodnote bežného dlhového cenného papiera.

Konverzná prémia, ktorá v tomto prípade reprezentuje požiadavku na výnos z kmeňových akcii pred konverziou, sa stane menej atraktívnou. Táto situácia je znazorna na grafe . 2, kde trhová cena konvertibilného dlhového cenného papiera klesá na hodnotu bežného dlhu. Toto by sa stalo v prípade, ak by hodnota akcie spoločnosti poklesla a investori by pokladali hodnotu práva na konverziu za nulovú.

Graf č.2



Prameň: Samuels, J.M., Wilkes, F.M., Brayshaw, R.E. : Management of company finance. Chapman and Hall, UK, 1993, str. 355.

Prémia za právo by bola síce nulová, ale stále tu ešte bude prémia z konverzie. Keď spoločnosť v čase emisie konvertibilných obligácií rozhodla aké množstvo akcií bude za ne vymenené, očakávania investorov ohľadom ceny akcií boli vyššie ako cena, ktorá v budúcnosti bude opodstatnená.

Odkupná hodnota je množstvo dlhu, ktorý môže byť odkúpený v určitom čase v budúcnosti. Konvertibilné obligácie môžu byť emitované za emisný kurz rovný menovitej hodnote alebo pod touto hodnotou. Trhová cena akcií klesá tak, ako očakávania menia hodnotu práva. Výsledkom je skutočnosť, že hodnota konvertibilného cenného papiera ako dlhu začína rásť. Ak je výnos konvertibilného cenného papiera pod výnosom bežného cenného papiera, jeho hodnota ako dlhového cenného papiera je pod menovitou hodnotou, ale ako sa približuje doba splatnosti, obe krivky sa pohybujú smerom k sebe.

Cena bežných kmeňových akcií na trhu môže narásť nad cenu ekvivalentných kmeňových akcií. V tomto prípade držiteľ konvertibilných obligácií ešte nemusí realizovať konverziu. Môže si konvertibilné cenné papiere podržať a získať výnos z dlhových cenných papierov, ktorý je vyšší ako dividendový výnos akcií. Konvertovať obligácie môže až v posledný termín, kedy môže byť táto možnosť využitá. Ak sa cena kmeňových akcií zvyšuje nad hodnotu ekvivalentných akcií, trhová cena konvertibilných obligácií sa bude rovnať konverznej hodnote. Tieto dve hodnoty budú rovnaké preto, lebo investori budú pripravení na nákup konvertibilných cenných papierov len za cenu, ktorá sa rovná konverznej hodnote.

Toto prináša druhý dôležitý faktor, ktorý spôsobuje, že trhová cena a konverzná hodnota konvergujú. Ide o vzťah medzi výnosom konvertibilných cenných papierov a výnosom na akciu za ktorú môžu byť zamenené. Výnos z kupónu z konvertibilného cenného papiera je spravidla fixovaný na určitú mieru, ale dividendy na akciu zvyčajne rastú. To znamená, že dividendový výnos na ekvivalentné akcie rastie, aby sa stretol s fixným výnosom z dlhových cenných papierov. Takže, ako sa čas konverzie približuje rozdiel medzi trhovou cenou a konverznou hodnotou sa uzatvára. Túto situáciu ilustruje graf č. 2.

Správna hodnota D_t konvertibilnej obligácie, ako bežného dlhu môže byť určená pomocou nasledovného vzťahu:

$$D_t = \sum_{k=1}^{T-t} \frac{C}{(1+r)^k} + \frac{NH}{(1+r)^{T-t}}$$

kde: T je rok odkúpenia,
t súčasný rok,
T-t počet rokov do doby splatnosti dlhu,
r trhový úrokový výnos na podobný dlh s rovnakým rizikom,
C úrokový výnos vyplácaný každý rok a
NH predstavuje menovitú hodnotu (alebo inak stanovenú umorovacíu hodnotu) v lehote splatnosti.

Ako sme spomenuli, rozdiel medzi trhovou cenou konvertibilného dlhového cenného papiera a jeho konverznou paritou sa nazýva **konverzná prémia**. Konverznú prémii ovplyvňuje množstvo faktorov medzi ktoré patria najmä:

1. transakčné náklady,
2. príjmové rozdiely,
3. finančné náklady,
4. prahová cena,
5. volatilita ceny,
6. durácia.

Konvertibilné obligácie sú obyčajne menej atraktívne pre investorov v čase, keď akciový trh očakáva pokles. Investori do tohto cenného papiera si nebudú želať jeho výmenu, keď ceny akcií klesajú.

3 Záver

Ak je miera konverzie korektne ovplyvnená, finančná metóda získavania peňažných prostriedkov na financovanie investícií prostredníctvom emisie konvertibilných obligácií môže byť pre spoločnosť výhodnejšia v porovnaní s ostatnými formami získania peňazí z dvoch dôvodov.

Po prvé, ak rastú príjmy spoločnosti, dlh je samolikvidný. Trhové ceny kmeňových akcií budú odrážať rastúce príjmy a spoločnosť v tejto situácii nemusí hľadať nové finančné prostriedky na vyplatenie dlhu v čase jeho odkúpenia. Konverziou obligácií investori šetria spoločnosti prostriedky na splatenie dlhu.

Po druhé, atraktívnosť konvertibilnej obligácie poskytuje výhody pre spoločnosť v tom, že konverzia nepoškodí kapitálovú štruktúru podniku. Spoločnosť bude platiť úrokové platby z konvertibilnej obligácie, ale nemusí splácať istinu. Konverzia dlhu na akciový kapitál nezvyšuje celkový kapitál spoločnosti. Ak si spoločnosť želá expandovať a potrebuje ďalší kapitál, môže emitovať dlh. Jej zadĺženie poklesne ako výsledok konverzie. Využitie konvertibilných obligácií začína nasledovným cyklom: dlh - konverzia na akcie - nový dlh - konverzia na akcie atď.

Druh konvertibilných cenných papierov emitovaných spoločnosťou sa časom mení. Konvertibilné cenné papiere boli využívané ako špeciálny typ pôžičky, pre krátkodobé situácie. Skorší dátum konverzie umožňuje získanie dlhodobého kapitálu. Daňový štít pri úrokoch, ale nie pri dividendách nesporne napomáha predlžovaniu času, v ktorom sa právo na konverziu ponúka.

Typická konvertibilná obligácia umožňuje investorom výmenou konvertibilnej obligácie za akcie získať hodnotu o 10 % -15 % vyššiu, ako bola trhovú cenu akcií v čase emisie.

Odvolávky

¹ Brealey, R. A. – Myers, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Praha, Victoria Publishing 1992, str. 643

Zoznam použitej literatúry

References

Brealey, R. A. – Myers, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Praha, Victoria Publishing 1992,
Buckley, A.: Multinational Finance. Prentice Hall, UK, 2000
Hrvoľová, B. a kolektív: Analýza finančných trhov. Bratislava, Sprint 2006
Lumbz, S.: Investment appraisal and financial decisions. Chapman and Hall, UK, 1995
Samuels, J.M., Wilkes, F.M., Brayshaw, R.E. : Management of company finance. Chapman and Hall, UK, 1993.
Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov
Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov

Summary

Božena Hrvoľová, Anna Polednáková

CONVERTIBLE BONDS AND SPECIFITS OF ITS VALUATION

Convertible bonds belong to the group of innovations, which are connected with common features of more securities that are named hybrid or synthetic securities. This article will discuss advantages of these securities for investors and companies' (issuers), specifics of convertible bonds valuation, conversion premium and premium for option, which are connected with convertible bonds valuation and with investors' decision making, whether they will remain in the position of holder or whether they will convert convertible bonds into the shares of company.

Doručeno redakci: 5.6. 2008

Recenzováno: říjen 2008

Schváleno k publikování: listopad 2008