

Posudek oponenta rigorózní práce

Autor: Bohdan Žáček

Název práce: Dluhopisy a jejich význam pro podnikatelskou praxi

Problematika dluhopisů je dnes v českém právním prostředí aktuální minimálně ze dvou důvodů. Prvním je skutečnost, že 1. 7. 2012 nabyl účinnost zákon č. 172/2012 Sb., který představuje zásadní novelizaci zákona o dluhopisech. Druhým důvodem je skutečnost, že nový občanský zákoník, který nabude účinnost 1. 1 2014, zcela změní dosavadní koncepci zaknihovaných cenných papírů. Autor obě tyto skutečnosti ve své práci zohlednil.

Rigorózní práci autor rozdělil do šestnácti částí (včetně úvodu a závěru). V úvodu autor poměrně podrobně shrnul obsah své práce, nevymezil však žádný cíl nebo záměr, který svou prací chtěl dosáhnout.

Druhá část práce je věnována výčtu právních předpisů, které se týkají dluhopisů. Poněkud zbytečně je na (neoznačené) str. 10 popisována struktura zákona o dluhopisech. K uvedení některých právních předpisů lze mít výhrady. Například je nejasné, proč autor ve svém výčtu uvádí směrnici Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí a pokud tuto směrnici uvádí, proč neuvádí také české právní předpisy, které tuto směrnici transponují (navíc se tato směrnice uvádí ve výčtu dvakrát – na str. 16 a na str. 17). Obdobné výhrady lze vznést i k uvedení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/87/ES o doplňkovém dozoru nad úvěrovými institucemi, pojišťovny a investičními podniky ve finančním konglomerátu. Ve výčtu se chybně uvádí směrnice Rady 93/22/EHS o investičních službách v oblasti cenných papírů, která byla zrušena již v roce 2004. Na str. 16 se pod bodem 9) a 10) uvádějí směrnice, které nejsou samostatnými předpisy, ale pouhými novelizacemi jiných směrnic. Pokud autor chtěl uvést výčet novelizací určitých směrnic, tak měl takto postupovat u všech směrnic a

uvést všechny jejich novelizace. Celkově lze konstatovat, že výčet právních předpisů je nesystematický a nepřesný a poněkud zbytečně zabírá téměř devět stran textu, protože nepřináší nic nového.

Třetí část práce je věnována zákonné definici cenného papíru a dluhopisu. Ohledně vymezení cenných papírů v české právní nauce autor uvádí jen definici profesora Dědiče (str. 20), ostatní teoretické názory na právní povahu cenných papírů autor opomíjí. Na str. 20 je uveden další poněkud zbytečný výčet právních předpisů týkajících se cenných papírů. Zajímavé je uvedení definice cenného papíru ve švýcarském a slovenském právu (na str. 21) a také stručný popis vymezení cenných papírů v novém občanském zákoníku. Úroveň práce by bylo zvýšilo, pokud by autor tyto otázky podrobněji analyzoval a detailněji porovnal různé právní úpravy cenných papírů. Dále v této části uvádí autor třídění cenných papírů dle podoby, formy, zastupitelnosti apod. V části, která je uvedena nadpisem „Cenné papíry hlavní a vedlejší“, však autor pojednává také o vydávání a emisi cenných papírů (str. 26), ačkoliv tato problematika se netýká třídění cenných papírů na hlavní a vedlejší (autor zde zřejmě zapomněl uvést odpovídající nadpis). V závěru třetí části pak autor uvádí zákonné vymezení dluhopisu.

Čtvrtá část práce, která je velmi krátká (má jen dvě strany), je věnována funkcím dluhopisů. Zajímavé je rozlišení právních a ekonomických funkcí dluhopisů, byť výčet těchto funkcí je poněkud stručný.

V páté části autor pojednává o náležitostech dluhopisů stanovených zákonem – uvádí však zde jen jejich výčet bez bližší analýzy. Autor se zde dále zabývá problematikou výnosu a splatnosti dluhopisu. I zde však uvádí jen výčet způsobů stanovení výnosu dluhopisu bez bližší analýzy. Dále se zde autor věnuje také emisním podmínkám. Na str. 35 však uvádí velmi nepřesnou a pochybnou definici emisních podmínek: „Co jsou tedy emisní podmínky? Emisní podmínky jsou dokument, který musí být předložen ČNB a schválen, a to dříve, než emitent dluhopisy vydá.“ Pokud by byla definičním znakem emisních podmínek skutečnost, že je to dokument, který musí být předložen ČNB ke schválení, pak by se za emisní podmínky musela považovat celá řada dokumentů, které se také předkládají ČNB ke schválení (např. návrh na změnu stanov banky, statut fondu kolektivního investování atd.). Proto by bylo vhodné, pokud by autor v rámci obhajoby přednesl přesnější definici emisních podmínek a vyjádřil se také k jejich právní povaze. Na str. 37 až 40 autor uvádí výčet náležitostí emisních podmínek, aniž je podrobuje jakékoliv bližší analýze nebo komentáři. Následující dvě strany pak obsahují popis procesu schvalování emisních podmínek ČNB.

V šesté části se autor zabývá problematikou vydávání dluhopisů. Na neoznačené str. 42 se opakují informace o vydávání a emisi dluhopisů, které jsou uvedeny již na str. 26. Autor zde dále popisuje účastníky a proces vydávání dluhopisů, neuvádí však prameny, ze kterých zde uvedené informace čerpal. Poměrně zdařilá je část, která pojednává o splacení dluhopisu.

Sedmá část je věnována veřejné nabídce dluhopisů, prospektu a obchodování na regulovaném trhu. Uvádí se zde zákonné vymezení veřejné nabídky cenných papírů. Je poněkud překvapující, že problematice prospektu věnuje autor necelé dvě strany textu, ačkoliv se jedná o problematiku, která je z hlediska veřejného nabízení dluhopisů stěžejní. Autor navíc opomenul právní úpravu obsaženou v nařízení Komise (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů a opomenul také poslední vývoj v dané oblasti (zejm. nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 486/2012, kterým se mění nařízení (ES) č. 809/2004, pokud jde o úpravu a obsah prospektu, základního prospektu, souhrnu a konečných podmínek a pokud jde o požadavky na zveřejňování). Co se týče obchodování s dluhopisy, autor se omezil na regulované trhy a ostatními převodními místy se nezabýval.

V osmé části se autor zabývá zvláštními druhy dluhopisů. Uvádí zde charakteristiku hypotečních zástavních listů. Dále se zde zabývá problematikou komunálních dluhopisů, avšak vzhledem k tomu, že tématem práce je význam dluhopisů pro podnikatelskou praxi, není zcela jasné, jaký je význam komunálních dluhopisů pro podnikatelskou praxi. Tuto otázku by proto mohl autor objasnit v rámci obhajoby. Další podkapitola je věnována podřízeným dluhopisům a autor by v rámci obhajoby mohl objasnit, jaký je praktický význam těchto dluhopisů. V další podkapitole se autor věnuje vyměnitelným a prioritním dluhopisům.

Celá devátá část práce je věnována státním dluhopisům. Vzhledem k tomu, že tématem práce je význam dluhopisů pro podnikatelskou praxi, vyvolává zařazení této části do práce určité pochybnosti a autor by v rámci obhajoby mohl objasnit, proč tuto část zařadil do práce, resp. by mohl objasnit, jaký je význam státních dluhopisů pro podnikatelskou praxi (takovéto zdůvodnění není v práci uvedeno). Na str. 68 až 73 autor popisuje, jak probíhal prodej státních dluhopisů podle úředního sdělení České národní banky ze dne 29. dubna 2009 o vydání osmé verze Pravidel pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů organizovaný ČNB. Autor zde v podstatě jen opsal výše uvedené úřední sdělení ČNB, navíc mu unikla podstatná informace, že citované úřední sdělení již bylo zrušeno a bylo nahrazeno úředním sdělením ČNB ze dne 23. prosince 2011 o vydání Pravidel pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný ČNB. Na str. 74 až 81 autor popisuje podmínky emisí spořicíh státních dluhopisů v letech 2011 - 2012. Smysl popisu těchto emisí je z hlediska tématu práce sporný. Autor navíc z uvedeného popisu nevyvozuje žádné teoreticko-právní poznatky nebo závěry. Proto je nejasné, proč vůbec byla tato část zařazena do rigorózní práce.

Desátá část práce je věnována korporátním dluhopisům. Téměř polovina této části je věnována výčtu emisí korporátních dluhopisů schválených ČNB od ledna do dubna 2012. Zde je znovu nejasné, jaký cíl autor sledoval uvedením tohoto výčtu, protože z něho nevyplývají žádné právně relevantní poznatky a ani autor tyto informace nijak neanalyzuje, ani nekomentuje, ani z nich nedovozuje žádné teoreticko-právní poznatky

nebo závěry. Poslední část této kapitoly je věnována ratingovým agenturám, nicméně je zde zcela opomenuta jejich právní regulace a text je omezen jen na obecné konstatace o významu a činnosti ratingových agentur.

Jedenáctá část práce se zabývá dalšími druhy dluhopisů. V textu však další druhy dluhopisů nejsou systematicky zpracovány, ani blíže specifikovány. Strana 90 až 92 znovu obsahuje demonstrativní výčet českých dluhopisů vydaných v posledních letech v cizích měnách. Smysl tohoto výčtu je znovu nejasný. Není jasné, co chtěl autor tímto výčtem demonstrovat, ani k jakým právním závěrům má čtenář na základě uvedeného výčtu dospět (sám autor žádný právní závěr k tomuto výčtu neuvádí).

Ve dvanácté části práce se autor věnuje ochraně vlastníků dluhopisů. Str. 93 a 94 obsahuje zákonný výčet důvodů, pro které se mají svolávat schůze vlastníků dluhopisů. Na str. 98 a násl. autor popisuje další právní ochranu vlastníků dluhopisů, která je jim poskytována zejména zákonem o přeměnách obchodních společností.

Třináctá část práce stručně (na necelých dvou stranách) popisuje dohled ČNB nad uplatňováním práv a dodržováním povinností stanovených zákonem o dluhopisech. Lze souhlasit se závěrem autora, že novelizací zákona o dluhopisech (zákon č. 172/2012 Sb.) se zrušily pravomoci ČNB v oblasti dohledu podle zákona o dluhopisech a zůstaly jí zachovány jen pravomoci vykonávat dohled ve vztahu k dluhopisům podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu a že podle novelizovaného znění zákona o dluhopisech je zesílen dohled Ministerstva financí nad vydáváním komunálních dluhopisů.

Ve čtrnácté části autor pojednává o alternativních možnostech financování podnikatelských aktivit – bankovní úvěrování, emise akcií a „financování ve skupině“. Vzhledem k předmětu práce se tato část jeví jako nadbytečná a vybočující z tématu práce. Vedle úvěrů a emisí akcií autor uvádí, jako třetí možnost financování, financování v rámci podnikatelských skupin. Takovéto členění je diskutabilní, protože i financování v rámci koncernu má obvykle formu úvěru nebo emise akcií.

Předposlední část práce je věnována novelizaci zákona o dluhopisech. Autor zde stručně (na necelých dvou stranách) shrnuje novou právní úpravu, kterou přináší zákon č. 172/2012 Sb. Úroveň práce by bylo podstatně zvýšilo, pokud by se autor soustředil na tuto problematiku a provedl podrobnou a kritickou analýzu a srovnání stávající a nové právní úpravy. Autor však zůstal jen v rovině stručného shrnutí bez bližší analýzy. Proto by autor v rámci obhajoby mohl objasnit alespoň důvody, které vedly ke změnám právní úpravy a zhodnotit pozitivní aspekty těchto změn.

V závěru práce autor shrnuje charakteristické znaky a druhy dluhopisů. Zajímavé je pojednání o faktorech ovlivňujících cenu dluhopisů (jedná se však spíše o ekonomickou než právní problematiku). Autor dále v závěru shrnuje také další ekonomické aspekty problematiky dluhopisů, tj. výhody a nevýhody dluhopisů pro investory.

K práci lze mít výhrady zejména z metodologického hlediska. Základním nedostatkem práce je, že je převážně popisná. Autor pouze popisuje platnou právní úpravu, aniž by provedl její kritickou analýzu. Také u popisu nové právní úpravy dluhopisů dle zákona č. 172/2012 Sb. chybí hlubší právní analýza změn, které tato novelizace přinesla. Vlastní závěry autor uvádí spíše jen výjimečně a soustřeďuje se jen na popis právní úpravy.

Práce s literaturou je na podprůměrné úrovni. V seznamu literatury uvádí autor jen knižní publikace (přitom přibližně polovina publikací nemá charakter odborné právní literatury, ale charakter odborné ekonomické a historické literatury). Je poněkud překvapivé, že z celkového počtu 33 titulů, je 10 publikací vydaných před rokem 1945. Je však nejasné, jak autor tuto starší literaturu využil, protože na ni nikde v textu neodkazuje, ani ji nijak necituje. Článek citovaný v poznámce pod čarou č. 45 na str. 111 není uveden v seznamu literatury. V seznamu literatury chybí komentáře k příslušným právním předpisům a není zde uveden žádný článek ze současných odborných právních časopisů. Nedostatkem je, že autor vůbec nepochyboval se soudní judikaturou. Autor nevyužil ani žádnou v zahraničí vydanou odbornou literaturu.

Na některých místech se autor odvolává na určité názory, aniž by uvedl, z jakých pramenů své poznatky čerpal. Například na neoznačené straně 19 uvádí, jak „česká doktrína“ definuje cenný papír, aniž by uvedl, z jakých pramenů čerpal zde uvedené názory. Na str. 112 autor uvádí, že „udává se navíc, že náklady na emisi dluhopisů jsou nižší ve srovnání s emisí akcií“; autor však zde neuvádí pramen, ze kterého čerpal tento závěr. Na str. 114 autor uvádí, že „v několika studiích se navíc na příkladech z tzv. asijské krize 1997-98 udává (...)“; autor však ani zde blíže nespecifikuje, na jaké studie se odvolává.

Práce splňuje základní formální požadavky kladené na rigorózní práci. Formálním nedostatkem je, že některé strany práce nejsou očíslovány - jedná se o první strany jednotlivých částí (kapitol). Autor nedůsledně používá v textu zkratky, které si sám zavedl – např. na str. 12 zavádí pro zákon o cenných papírech zkratku „ZCP“, v dalším textu však používá i zkratku „ZoCP“ (např. str. 24 a 27). Na str. 11 definuje zkratku „ZKI“ pro zákon o kolektivním investování a zkratku „ZPKT“ pro zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Stejně zkratky pak z nejasného důvodu znovu definuje na str. 13. Zkratky pro právní předpisy, které autor zavádí, však pak v následujícím textu nepoužívá důsledně a místo nich uvádí plné nebo jiné zkrácené názvy právních předpisů (např. na neoznačené str. 19, na str. 20 nebo 26). Místy jsou v práci nepřesně citovány názvy právních předpisů (např. v pozn. č. 1 na str. 11 – zákon [č.] 248/1992 Sb.; na str. 17 jsou názvy předpisů uváděny nejednotně velkým nebo malým písmenem; na str. 22 – zákon [č.] 89/2012 Sb.). Je však nutné ocenit, že práce obsahuje zcela zanedbatelné množství tiskových chyb.

V poznámce 6 na str. 23 autor uvádí, že podle nového občanského zákoníku budou všechny zaknihované cenné papíry převáděny změnou na relevantním účtu v evidenci. Takto se však zaknihované cenné papíry převádějí již dnes.

Na neoznačené str. 30 autor uvádí závěr, že dluhopisy slouží „bezpečnějšímu platebnímu styku“. S tímto závěrem nelze souhlasit, protože dluhopisy nejsou platebními nástroji a nepoužívají se při platebním styku.

Nelze souhlasit ani se závěrem, že hypoteční zástavní listy „slouží ke zprostředkování hypotečních půjček klientům těchto bank“ (str. 30). Ze žádného právního předpisu nevyplývá, že banka je povinna peněžní prostředky získané emisí hypotečních zástavních listů použít pro poskytnutí hypotečních úvěrů a v praxi se tak ani neděje. Výhrady lze mít také proti pojmu „hypoteční půjčka“, protože tento způsobem financování nemá formu půjček, ale úvěrů. Stejně chybné závěry a pojmy autor opakuje na str. 53.

Na str. 64 autor uvádí nesprávný právní názor, že vlastníci dluhopisů mohou svá práva vůči společnosti, která dluhopisy emitovala, uplatňovat pouze prostřednictvím schůze vlastníků dluhopisů.

Diskutabilní je také názor autora (na str. 64), že vlastníci sběrného dluhopisu mají stejná práva jako jiní spoluvlastníci, s výjimkou práva na rozdělení sběrného dluhopisu. Autor opomenul, že spoluvlastníci sběrného dluhopisu nemají předkupní právo k převáděnému podílu na sběrném dluhopisu.

Na str. 73 autor uvádí konstatování, že „ČNB emituje vlastní poukázky výhradně do vlastního portfolia“. Toto tvrzení by autor mohl objasnit a vysvětlit v rámci obhajoby.

Na str. 89 autor mluví o sekuritizaci. V rámci obhajoby by autor mohl blíže objasnit, jaká je role dluhopisů v rámci sekuritizací.

Na neoznačené str. 105 autor uvádí poněkud nesrozumitelnou větu: „Některé vlastnosti dluhu jsou s dluhopisem totožné.“ V rámci obhajoby by mohl objasnit smysl této věty.

Nelze souhlasit s tvrzením uvedeným na str. 106: „Akcionář se tak přímo podílí na základním kapitálu, je spoluvlastníkem, a náleží mu za to podíl z hospodářského výsledku korporace stanovený rozhodnutím příslušného orgánu.“ Akcionář je vlastníkem akcie, není spoluvlastníkem ani základního kapitálu společnosti (základní kapitál je majetkem akciové společnosti), ani spoluvlastníkem akciové společnosti (akciová společnost je subjekt a není předmětem vlastnického práva). Proto uvedené tvrzení autora vyvolává pochybnosti o pochopení podstaty právní úpravy obchodních společností.

Nepřesný je závěr autora na neoznačené str. 110, že dluhopisy mohou nabývat všech forem cenných papírů, protože dluhopisy na jméno nejsou cennými papíry na jméno, ale cennými papíry na řad (srov. § 5 zákona o dluhopisech ve znění před novelizací provedené zákonem č. 172/2012 Sb.).

Sporný je závěr na str. 111, že s dluhopisy se běžně obchoduje na regulovaných trzích. S dluhopisy se běžně obchoduje spíše mimo regulované trhy, přičemž likviditu trhu zajišťují tzv. tvůrci trhu.

Z terminologického hlediska je pochybné, že autor na str. 34 mluví o kupónu jako „tzv. kupónu“. Na str. 53 používá místo pojmu „investiční nástroj“ nepřesné označení „investiční instrument“.

Na některých místech práce (např. na str. 8) autor používá místo pojmu „dluhopis“ pojem „obligace“. K této terminologické otázce by se autor mohl vyjádřit v rámci obhajoby.

K výše uvedeným výhradám a připomínkám se autor bude moci vyjádřit při obhajobě své rigorózní práce.

V Praze dne 30. července 2012

.....
JUDr. Štefan Elek, Ph.D., LL.M.