

Univerzita Karlova

Právnická fakulta

Katedra obchodního práva

Dluhopisy a jejich druhy

Vedoucí diplomové práce:

JUDr. Marie Zahradníčková, CSc.

Diplomant:

Lukáš Dufek

Adresa bydliště: Skupova 9, Praha 6

16900, Česká republika

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.

Lukáš Lufek

V Praze, 29.1. 2007

Obsah:

Úvod ...str. 1

Kapitola I Vymezení dluhopisu a jeho odlišení od jiných zdrojů financování ...str. 2

Oddíl 1 Vymezení dluhopisu jako cenného papíru ...str. 2

Oddíl 2 Odlišení od jiných forem cenných papírů a jiných možností financování ...str. 7

Pododdíl a) Odlišení od úvěrustr. 7

Pododdíl b) Odlišení od směnkystr. 9

Pododdíl c) Odlišení od akcie a dalších forem financovánístr. 10

Pododdíl d) Náležitosti dluhopisustr. 12

Kapitola II Výhody a omezení financování prostřednictvím dluhopisů obecně i ve vztahu k současné právní úpravě ... str. 14

Oddíl 1 Výhody financování prostřednictvím dluhopisu ...str. 14

Pododdíl a) Možnost shromáždění velkého rozsahu prostředkůstr.14

Pododdíl b) Nižší nákladystr.14

Pododdíl c) Možnost financovat prostřednictvím emise dluhopisu i rizikovější transakcestr.15

Pododdíl d) Menší omezení emitenta než v případě bankovního úvěrustr.16

Pododdíl e) Větší variabilita možností výnosu a splácenístr.16

Oddíl 2 Nevýhody financování prostřednictvím dluhopisu ...str.17

Pododdíl a) Větší časová náročnoststr.17

Pododdíl b) Vyšší poplatky a náklady spojené s vydáním dluhopisustr.17

Pododdíl c) Informační povinnostistr.18

Pododdíl d) Obtížnější řešení problémů se splácením a potřeb změnit podmínky financovánístr.18

Kapitola III Dluhopis v naší právní úpravě ...str.19

Oddíl 1 Okruh nejdůležitějších právních předpisů., které upravují oblast dluhopisů u nás ...str.19

Pododdíl a) Vnitrostátní právní předpisystr.19

Pododdíl b) Právní úprava v evropském právustr.20

Oddíl 2 Některé prvky konstrukce naší právní úpravy dluhopisů ...str.21

Pododdíl a) Postup při vydání dluhopisustr.21

Pododdíl b) Dohled nad dodržováním povinností na úseku kapitálového trhustr.26

Kapitola IV Jednotlivé druhy dluhopisů ...str.30

Oddíl 1 Dluhopisy podle osoby emitenta a jeho bonity (ratingu) ...str.30

Pododdíl a) Dluhopisy veřejného sektorustr.31

Pododdíl b) Bankovní dluhopisystr.34

Pododdíl c) Korporátní dluhopisystr.35

Pododdíl d) Rozdělení emitentů podle jejich bonity (ratingu)str.36

Pododdíl e) Rozdělení dluhopisů podle osoby, která dluhopis nabízí investorům a podle okruhu investorůstr.39

Oddíl 2 Dluhopisy podle doby splatnosti ...str.40

Oddíl 3 Druhy dluhopisů podle způsobu stanovení výnosu ...str.42

Oddíl 4 Druhy dluhopisů podle způsobu splácení dlužné částky a zajištění tohoto splácení ...str.48

Pododdíl a) Dluhopisy podle způsobu splácenístr.48

Pododdíl b) Dluhopisy podle zajištění splácenístr.50

Oddíl 5 Druhy dluhopisů podle trhu, na němž jsou emitovány ...str.51

Pododdíl a) Druhy dluhopisů podle obchodovatelnostistr.52

Pododdíl b) Druhy dluhopisů z hlediska teritoriálního umístěnístr.54

Pododdíl c) Evropská úprava přeshraničních emisí dluhopisůstr.54

Pododdíl d) Úprava emise dluhopisů na regulovaném trhu v ČRstr.54

Oddíl 6 Druhy dluhopisů podle podoby a formy dluhopisu ...str.58

Pododdíl a) Dluhopisy podle podoby....str.58

Pododdíl b) Dluhopisy podle formy....str.59

Pododdíl c) Právní úprava zaknihovaných dluhopisůstr.59

Pododdíl d) Sběrný dluhopisstr.61

Oddíl 7 Zvláštní druhy dluhopisů...str.62

Pododdíl a) Hypoteční zástavní listy, asset-backed securities....str.63

Pododdíl b) Vyměnitelné a prioritní dluhopisy....str.64

Kapitola V Současné právní úprava ve světle potřeb emitentů dluhopisů ...str.66

Seznam literatury ...str.73

Příloha č. 1 Ratingové škály nejvýznamnějších světových ratingových agentur a vývoj tzv. credit spreadu v poslední době ...str.75

Příloha č. 2 Rozdělení trhů Burzy cenných papírů Praha a vývoj trhu s dluhopisy v ČR ... str.77

Úvod

V této diplomové práci jsem se zaměřil na současnou českou právní úpravu dluhopisů v porovnání s úpravou běžnou na vyspělých kapitálových trzích. Proto jsem považoval za nezbytné zařadit za vymezení dluhopisu jako cenného papíru a jeho odlišení od jiných forem financování podnikatelů i kapitolu o výhodách a nevýhodách této formy financování. Právě v tom, jak se dané právní úpravě daří zmírňovat uvedené nevýhody financování prostřednictvím dluhopisů se totiž podle mého názoru projevuje kvalita dané právní úpravy, která má fungování trhu s cennými papíry podporovat, ne brzdit, což platí i do budoucna, pokud jde o otevřenost vůči pokračujícím inovacím na finančních trzích. V této práci jsem se nezaměřil na historii právní úpravy dluhopisů na území dnešní České republiky a to ze dvou důvodů: zaprvé by toto zajímavé téma mohlo být tématem samostatné práce a také vzhledem k přetržení právního vývoje v oblasti práva cenných papírů u nás na dlouhých téměř 50 let je vliv minulé právní úpravy jen omezený. Oblast cenných papírů je totiž jednou z nejdynamičtěji se rozvíjejících oblastí jak hospodářství, tak i právní regulace, takže dlouhé přerušení vývoje vedlo k tomu, že řadu institutů dnes se vyskytujících na vyspělých kapitálových trzích naše předválečné právo nemohlo dosud znát, inovace na kapitálových trzích se začaly bouřlivě rozvíjet především od sedmdesátých let minulého století. Těžiště této práce je v kapitole čtvrté, která se zabývá různými druhy dluhopisů ze všech možných hledisek. Tam jsem se pokusil o zachycení současného stavu na nejvyspělejších kapitálových trzích, což je důvod, proč jsem ve zvýšené míře čerpal ze zahraniční literatury. Vzhledem k tomu, že Česká republika je členským státem EU, nebylo možné pominout i vliv evropské právní úpravy na českou právní regulaci dluhopisů. Situaci na vyspělých kapitálových trzích pak srovnávám se současným stavem regulace u nás. Tato práce je zaměřena především na problematiku dluhopisů, přesto jsem se však nemohl obejít bez alespoň rámcového rozboru právní úpravy, která již toto relativně úzké vymezení překračuje (např. problematiky zaknihovaných cenných papírů), oblast úpravy kapitálových trhů totiž představuje poměrně kompaktní celek, i když naše právní úprava je nadále hodně roztržštěná. V závěru jsem se pokusil o shrnutí hlavních pozitiv a problémů současné české právní regulace dluhopisů a jejich vydávání, z hlediska usnadnění přístupu podnikatelů na kapitálový trh.

Kapitola I. Vymezení dluhopisu a jeho odlišení od jiných zdrojů financování

Oddíl 1) Vymezení pojmu dluhopisu jako cenného papíru

Podle vymezení našeho zákona o dluhopisech (par. 2 odst. 1 zák. č. 190/2004 Sb.) je dluhopis zastupitelným cenným papírem, s nímž je spojeno právo požadovat splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě dluhopisu ke dni splatnosti a povinnost osoby, která dluhopis vydala (emitenta), tato práva uspokojit.

Prostřednictvím emise dluhopisů tedy emitent získává na přechodnou dobu finanční prostředky a vzniká mu povinnost tyto prostředky ve stanovené době vrátit a poskytnout navíc sjednaný výnos. Mezi emitentem a majitelem dluhopisu je vztah věřitele a dlužníka. Ekonomická podstata je tedy stejná jako u úvěru a tak nepřekvapí, že v praxi se společnosti rozhodují mezi financováním prostřednictvím úvěru či prostřednictvím emise dluhopisů. Emisí dluhopisů si opatřuje chybějící prostředky též stát, územní samosprávné celky případně jiné právnické osoby veřejného sektoru.

V České republice (i obecně ve středoevropském prostoru) nemá financování přes kapitálový trh velkou tradici i přes již poměrně dlouhou dobu existence kapitálových trhů (u nás ovšem přerušenu), historicky je převážně využíváno financování prostřednictvím bank, s nimiž mají podniky často úzké a dlouhodobé vztahy. V minulosti byly u nás, ale i například v Německu, běžným jevem i vlastnická propojení mezi bankami a velkými průmyslovými podniky. Financování přes kapitálový trh je oproti tomu transparentnější a podílí se na něm větší počet různých investorů (vedle bank, které mohou do dluhopisů investovat i zprostředkovávat jejich vydání, vystupují jako investoři i penzijní, investiční a podílové fondy, pojišťovny, nadace, i další fyzické a právnické osoby). Zajištění jejich ochrany si vynucuje existenci rozsáhlé právní úpravy podnikání na kapitálovém trhu a existenci regulačního a dozorového orgánu, jimž je u nás dnes Česká národní banka (dříve zejména Komise pro cenné papíry a ministerstvo financí, ještě dříve zejména ministerstvo financí). Dluhopis tedy představuje formu financování podnikatelů i dalších subjektů, kdy se tyto subjekty

obracejí na širší investorskou veřejnost místo na banku a získávají přechodné zdroje, které budou muset investorům vrátit, podobně jako je tomu u úvěru.¹

Mezi úvěrem a dluhopisy je podstatný rozdíl právní: úvěr se zakládá smlouvou mezi věřitelem a dlužníkem, kdežto v případě dluhopisu je závazek emitenta vtělen (inkorporován) do cenného papíru. Je možno si klást otázku, zda tak tento závazek získává abstraktní povahu, jako je tomu u směnky. Závěr je komplikován tím, že je možno uvažovat tři formy abstraktnosti či kauzality: z hlediska existence kauzy, z hlediska vyjádření kauzy a z hlediska dokazování kauzy. Kauza u dluhopisu nepochybně existuje (je jí zpravidla finanční úvěr), není však v dluhopisu výslovně uvedena (v dluhopisu je nicméně vždy uvedeno prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit dlužnou částku). Majitel dluhopisu přitom není povinen v případě sporu kauzu prokazovat (par. 495 OZ – jedná se o cenný papír vydávaný hromadně), ve smyslu nutnosti prokazovat kauzu se tedy o kauzální závazek nejedná. Dluhopis je zpravidla označován za cenný papír kauzální, když se akcentuje existence kauzy popř. jejího alespoň nepřímého vyjádření v dluhopisu.¹

Není snadné podat definici pojmu cenný papír, ta je totiž přes intuitivní snadné chápání tohoto pojmu velmi obtížná a mohla by být sama tématem rozsáhlejší práce.

Teorie v tradičním pojetí za cenný papír považuje takovou listinu, v níž je právo ztělesněno a s níž se převádí. Do tradičního pojetí výrazně zasáhla v druhé polovině dvacátého století postupně převažující dematerializace cenných papírů, kdy se již ani nejedná o listinu, ale o pouhý zápis práva v počítačové evidenci.

J. Dědič k tomu uvádí: „Podstatou cenného papíru je spojení subjektivního práva s listinou popř. záznamem u střediska cenných papírů takovým způsobem, že subjektivní právo sdílí osud písemnosti. To znamená, že právo vzniká spolu s listinou a sdílí její

¹ Dědič, Jan a kol., Právo cenných papírů a kapitálového trhu, nakl. Prospektrum, Praha 2000 str. 119

právní osud. Podle širšího pojetí je cenným papírem taková listina, u níž je předpokladem výkonu práva spojeného s listinou nutnost předložit tuto listinu².

Právní úprava, včetně platné naší úpravy, většinou pojem cenného papíru výslovně nedefinuje. Naše platná právní úprava vyjmenovává jednotlivé druhy cenných papírů, mezi nimiž je uveden i dluhopis (par. 1 odst. 1 zák. č. 591/1992 Sb. o cenných papírech, nikoliv ovšem taxativním výčtem, jiné zákony mohou uvádět další druhy cenných papírů).

Dle dikce našeho zákona o cenných papírech (par. 1 odst. 2 zák. č. 591 / 1992 Sb.) se na cenné papíry vztahují ustanovení o věcech movitých, nestanoví-li zákon jinak. Z tohoto ustanovení (i z úpravy v občanském zákoníku, kdy se např. v par. 153 OZ uvádí jako možná zástava vedle sebe mimo jiné věc movitá i nemovitá a cenný papír) je možné vyvodit, že cenný papír dle platné právní úpravy není považován za věc, ale za samostatný předmět práv, na který se ustanovení o movité věci vztahují pouze díky tomuto odkazu. Toto ustanovení dopadá především na cenné papíry (tedy i dluhopisy) zaknihované, i když to v něm není výslovně uvedeno. Dluhopis listinný totiž věcí movitou nepochybně je, i když její hodnota nespočívá ve věci samé ale v právech do této listiny vtělených (jde zde o podobný problém jako u některých práv k nehmotným statkům, kde jejich hodnota také nespočívá v jejich nosiči) a právní úprava tak musí řešit společný právní osud listiny a práv do ní inkorporovaných. Poměrně úzké pojetí věci v našem právním řádu přetrvává, určité potíže s tím spojené do jisté míry řeší výše uvedený odkaz na movité věci. Zákon o dluhopisech přesto hovoří na více místech o vlastních dluhopisů bez rozlišení, zda se jedná o dluhopisy zaknihované či listinné (např. par. 4 seznam vlastníků, par. 6 náležitostí dluhopisu znějícího na jméno je i jméno prvního vlastníka, par. 7 odst. 1 k, odst. 2 h, k, o emisní podmínky, par. 12 odst. 1 změna emisních podmínek, par. 19 splácení dluhopisů, par. 21-24 schůze vlastníků dluhopisů, společný zástupce vlastníků). Můžeme tuto spíše teoretickou otázku (která díky výše uvedenému odkazu nepůsobí v praxi problémy) uzavřít tak, že cenný papír je samostatným předmětem soukromoprávních vztahů, majetkových práv a povinností. Jeho hodnota není závislá na jeho nosiči (listině, záznamu v evidenci), ale na rozsahu

² J. Dědič, Z. Švarc a kol., Učebnice práva pro ekonomy, Praha 1994, nakl. Prospektrum

práv v něm ztělesněných. "Cenné papíry jsou tradičně považovány za specifický druh majetku (majetkové hodnoty) a jako takové jsou předmětem právních vztahů. Cenný papír jako institut soukromého práva je charakterizován spojením absolutních a závazkových (popř. i jiných) práv v jedné majetkové hodnotě jako samostatný předmět právních vztahů. Cenné papíry jako specifický předmět právních vztahů jsou v právní nauce charakterizovány tím, že jsou spojením dvou jinak samostatných majetkových hodnot, a to a) subjektivního práva závazkového popř. i věcného, b) nosiče - subjektivní právo náleží majiteli (vlastníku) nosiče, s nímž je subjektivní právo spojeno. Nosičem je zpravidla listina, ale může jím být i elektronický záznam. Považují se zpravidla v zahraničí cenné papíry za zvláštní druh věci v právním smyslu slova a cenné papíry jsou považovány za předmět vlastnického práva, zatímco práva spojená s nosičem jsou považována za předmět práva závazkového, nejde-li vyjímečně o práva věcná."³

Cenné papíry je možno klasifikovat podle řady kritérií. Dluhopis můžeme vymezit jako cenný papír⁴:

- Obligačně-právní, tedy inkorporující právo na určité peněžité plnění a tomu odpovídající závazek emitenta poskytnout toto plnění ve stanovené době (jde tedy o relativní právo, jemuž odpovídá povinnost konkrétně stanoveného subjektu – emitenta). Dluhopis naopak nezakládá jeho majiteli (až na výjimky – zvláštní případy, kdy je nutno svolat schůzi vlastníků, omezení uvedená v emisních podmínkách) právo podílet se na rozhodování emitenta a zasahovat do jeho hospodaření.
- Cirkulační, tedy určený k obchodování na kapitálovém trhu, k oběhu a změnám v osobě majitele. Podle platné právní úpravy není možné v emisních podmínkách omezit (tedy a fortiori ani vyloučit) převoditelnost dluhopisu na

³ Dědič, Jan a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, nakl. Prospektrum, Praha 2000, str. 29-30

⁴ Klasifikace provedena na zákl. těchto pramenů: Pelikánová, Irena a kol.: Obchodní právo 2. díl, Černá, Stanislava: Obchodní právo 3, Dědič, Jan a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu str. 119

jméno. Dluhopis je tedy cenným papírem obchodovatelným, a to případně i na regulovaných trzích s investičními nástroji.

- Zastupitelný, tedy jde o emisi zpravidla většího počtu cenných papírů stejného druhu, vydaných stejnou osobou ve stejné podobě a formě a obsahujících stejná práva.
- Dluhopis je zpravidla cenným papírem hromadným, vydávaným ve větším počtu (vyjímkou z tohoto pravidla je emise sběrného dluhopisu, na který ovšem navazuje evidence podílů na sběrném dluhopisu).
- Hlavní – tedy nezávislý na předchozí existenci jiného cenného papíru a inkorporující základní právo, zde právo na splacení jmenovité hodnoty dluhopisu v den splatnosti. Vedlejší cenné papíry odvozené od dluhopisů jsou především kupony popř. opční listy. Kupon v sobě inkorporuje právo na výplatu konkrétního výnosu k určitému datu, v opčním listu pak může být inkorporováno právo na úpis akcií u prioritního dluhopisu.
- Z hlediska podoby cenného papíru může být dluhopis vydán jak v podobě listinné, tak i zaknihované. U dluhopisů přitom v současné době existují dvě evidence zaknihovaných cenných papírů, o tom viz níže.
- Z hlediska formy může být dluhopis podle platné právní úpravy vydán na doručitele nebo na jméno. Dluhopis znějící na jméno je přitom převoditelný rubopisem a předáním, jde tedy o zákonný ordre papír.
- Dluhopis může být cenným papírem jak soukromým, tak veřejným. Kriteériem je zde osoba emitenta, kterou může být jak právnická osoba z oblasti veřejného sektoru (stát, obce), tak i osoba práva soukromého.
- Dle vymezení platného zákona o podnikání na kapitálovém trhu (~~par.~~ 3 odst. 2 zák. č. 256/2004 Sb.) se dluhopisy řadí mezi investiční cenné papíry, přijímání a

provádění pokynů týkajících se dluhopisů je tedy zásadně investiční službou podléhající regulaci podle tohoto zákona.

- "Dluhopis je cenným papírem konstitutivním, tedy jde o papír (popř. zápis v zákonné evidenci), který je nezbytným předpokladem vzniku práv do tohoto papíru inkorporovaných a osudu těchto práv" ⁵

Oddíl 2) Odlišení od jiných forem cenných papírů a jiných možností financování

Pododdíl a) Odlišení od úvěru

investiční
2.5 /

Na věřitelské straně u úvěru zpravidla vystupuje jeden subjekt (nejčastěji, ale ne nutně pouze banka), případně u větších tzv. syndikovaných úvěrů několik málo bank sdružených do konsorcia, kdežto u emise dluhopisů je typicky větší počet majitelů těchto cenných papírů (ani u dluhopisu není však vyloučeno, aby celou emisi odkoupil jeden investor).

Zatímco u úvěru na věřitelské straně zpravidla vystupuje jeden a ten samý subjekt po celou dobu až do splatnosti - i když pokud není opačného ujednání může věřitel svá práva z úvěru postupní smlouvou (cesí) převést na jiného - u dluhopisu se změny v jeho majitelích přímo předpokládají. Zákon neumožňuje vyloučit ani omezit převoditelnost dluhopisu, a to ani u dluhopisů znějících na jméno (to je rozdíl oproti dřívější právní úpravě). Zejména u dluhopisů přijatých k obchodování na regulovaném trhu dochází ke změnám v osobách majitelů velmi často, možnost dluhopis v případě potřeby prodat výrazně zvyšuje jeho atraktivitu pro investory. Zároveň tak má emitent na základě kursu svých dluhopisů na kapitálových trzích stále představu za jakých podmínek by mohl získat další zdroje pro své financování v případě potřeby.

⁵ Dědič, Jan a kol.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu, nakl. Prospektrum, Praha 2000, str. 119).

službou
zápis v
o tohoto
ování
e nutně
o bank
majitelů
dkoupil

Zákon prohlašuje dluhopis za zastupitelný cenný papír (par. 2 odst. 1 zák. o dluhopisech), co se tím rozumí vymezuje zákon o cenných papírech (par. 2 zák. č. 591 / 1992 Sb. – cenné papíry jsou zastupitelné, jsou-li stejného druh, formy, podoby, vydané stejnou osobou a ztělesňující stejná práva). I jinak z dikce zákona vyplývá, že každá emise dluhopisů sestává z více než jednoho cenného papíru (výjimkou je tzv. sběrný dluhopis, který nahrazuje jednotlivé cenné papíry a má speciální úpravu – viz níže). Při emisi dluhopisu tedy dochází k rozdělení celkové dlužné částky na stejné menší části, které jsou inkorporovány do dluhopisů. Částka, kterou má emitent povinnost vrátit majiteli dluhopisu v den splatnosti, se nazývá jmenovitou hodnotou dluhopisu. Jmenovitá hodnota se může lišit od částky, za kterou je dluhopis vydán, tzv. emisního kurzu. Důvodem je způsob stanovení výnosu z dluhopisu a atraktivita tohoto výnosu ve srovnání s výnosy jiných cenných papírů obchodovaných na trhu.

Rozdělení mezi více majitelů je jedna z výhod tohoto financování, o tom bude pojednáno níže. Zastupitelnost usnadňuje obchodování tohoto cenného papíru, závazku převést dluhopis se povinný může zásadně zhostit převedením jakéhokoli dluhopisu téže emise.

Odlišnost od úvěru či jiného dluhu podtrhuje i jiné řešení otázky splnutí. Jestliže u běžného dluhu dojde k splnutí pohledávky a dluhu u jedné osoby, dluh zpravidla zaniká (viz par. 584 OZ). Oproti tomu v případě dluhopisů nedochází k jejich zániku okamžikem jejich nabytí emitentem, ten je může případně opět prodat. Emitent ovšem může o jejich zániku rozhodnout. Pokud si je ponechá ve svém majetku, zanikají okamžikem splatnosti (u nás viz par. 20 zák. č. 190/2004 Sb.), některá práva z vlastních dluhopisů emitent nemůže vůči sobě vykonávat (v případě vyměnitelných či prioritních dluhopisů).

Speciální úpravu má i promlčení práv spojených s dluhopisy a kupony – ta se promlčí uplynutím 10 let ode dne, kdy mohla být uplatněna poprvé – par. 42 zák. č. 190 / 2004 Sb.

Pododdíl b) Odlišení od směnky

Právě zastupitelnost odlišuje nejvýrazněji dluhopis od jiného cenného papíru, který také může být použit k financování společností, tedy od směnky. Ta zastupitelným cenným papírem není a zpravidla není ani vydávána hromadně. Směnka je typicky nástrojem usnadňujícím obchod, není však vyloučena ani směnka finanční, jejíž podstatou je čistě finanční nikoli obchodní úvěr.

V praxi je tato forma financování i skutečně používána, zejména v USA, kde tzv. commercial papers, kterými největší společnosti přímo financují svou krátkodobou potřebu likvidity, mají zpravidla podobu vlastní směnky, respektive promissory note v angloamerickém právu (mezi úpravou směnek v našem právu a úpravou v angloamerickém okruhu směnečného práva ovšem existují značné rozdíly)⁶. Tyto cenné papíry jsou v USA zpravidla vydávány jako nezajištěné, se splatností kratší než 270 dní (zpravidla méně než 50 dní) a výnos má formu rozdílu mezi emisním kurzem a dlužnou částkou při splatnosti. Přestože jde svou podstatou o směnky, musí být v USA registrovány u regulátora kapitálového trhu SEC pokud by doba splatnosti překročila 270 dní (aby nedocházelo k obcházení předpisů o regulaci kapitálového trhu vydáváním cenných papírů, na které by se regulace nevztahovala).

Směnka je přísně abstraktním cenným papírem. Směnka nemůže být vydána na doručitele a vzhledem k nezastupitelnosti jednotlivých cenných papírů se (alespoň v našem právu) nehodí k obchodování na regulovaném trhu, protože každá jednotlivá směnka má individuální povahu (to podtrhuje i zákonná úprava, např. předkládání k přijetí, závaznost osob, které převedly směnku indosamentem ap.). Směnka má vždy podobu listinnou.

Propracovaná úprava směnečného práva vykazuje značné rozdíly v jednotlivostech mezi tímto cenným papírem a dluhopisem, to již je však mimo rámec této práce.

⁶ Fabozzi, Frank J.: Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program, USA, 2000

Pododdíl c) Odlišení od akcie a dalších forem financování

Dluhopisy je nutné důsledně odlišovat i od dalších forem, které společnosti používají k financování svých aktivit. Zejména je nutné zmínit možné financování u akciových společnostích prostřednictvím emise akcií.

Akcie je také cenným papírem, může být zastupitelná, také může být registrována pro obchodování na veřejných trzích a také může mít formu na doručitele. Tím však veškerá podobnost končí.

Emisí akcií získává společnost trvalé zdroje, nevzniká tedy povinnost tyto zdroje někdy v budoucnu majiteli akcie vrátet, jako je tomu u dluhopisu. Akcionář nemá vůči emitentovi právo na vrácení poskytnutých prostředků (upsané jmenovité hodnoty akcií a případného emisního ážia). V případě finančních potíží společnosti i v případě dobrovolné likvidace akcionáři obdrží v podobě podílu na likvidačním zůstatku až to, co zbude po úhradě veškerých závazků emitenta. Akcie neposkytuje svému majiteli pevný výnos, výnos je poskytován v podobě podílu na zisku (dividendy) a odvíjí se od hospodaření společnosti. To platí i v případě tzv. prioritních akcií, kde může sice být dividenda stanovena pevnou částkou, i ta je však vyplacena jen v případě, že společnost generuje zisk alespoň ve výši, která takovou výplatu umožňuje.

Narozdíl od českého práva se ale v některých jiných právních řádech rozdíl mezi akcií a dluhopisem u některých tam přípustných typů akcie stírá (např. takzvané redeemable shares v americkém právu, kde je i nárok na vrácení prostředků, resp. úrokové akcie, které naše právo výslovně zapovídá, a u nichž je výnos skutečně pevně stanoven bez ohledu na hospodářské výsledky).

Na výplatu výnosu z dluhopisu ve stanovené výši oproti tomu je právní nárok. Majitel akcie naopak získává řadu práv, které majitel dluhopisu nemá: má především účast na rozhodování ve společnosti ve formě účasti a hlasování na valné hromadě a právo volit další orgány společnosti (dozorčí radu, popř. představenstvo), dále právo na přednostní úpis akcií a na podíl na likvidačním zůstatku.

Hodnota dluhopisu je dána výší jmenovité hodnoty, atraktivitou výnosu ve srovnání s výnosy jiných aktiv a rizikovostí emitenta (tedy rizikem, že nebude schopen splatit výnos a dlužnou částku), hodnota tak kolísá především v případě velkých změn úrokových sazeb a výrazných změn ve finanční situaci emitenta. Hodnota akcie jako tzv. podílnického cenného papíru, je oproti tomu dána výší čistého obchodního majetku a zejména očekávanou schopností společnosti vytvářet zisk v budoucnu. Akcie je proto typickým spekulacním cenným papírem a její hodnota podléhá velkému kolísání, výnos z akcií přitom u úspěšných společností může výrazně přesáhnout výnos u dluhopisů.

Emitentem akcií může být pouze akciová společnost (alespoň v českém právu, jiné právní řády připouštějí tuto možnost i u komanditní společnosti na akcie, případně i u družstva, americkému právu je cizí striktní rozlišení mezi společnostmi s ručením omezeným a akciovou společností), respektive i Societas Europaea. Oproti tomu emitentem dluhopisů může být i právnická osoba veřejného sektoru (např. stát), i jiná právnická osoba než akciová společnost, dokonce ve specifických případech dle platné právní úpravy i fyzická osoba (provozující bankovní služby na základě povolení některé země EU resp. EHP). V dřívější české právní úpravě počátkem devadesátých let mohla být emitentem i obecně fyzická osoba – podnikatel, to již dnes neplatí.

Existuje i určitá přechodová forma mezi akciemi a dluhopisem ve formě vyměnitelných a prioritních dluhopisů. Vyměnitelné dluhopisy totiž umožňují jejich majiteli za stanovených podmínek volbu buď požadovat splacení dluhopisu nebo jej vyměnit za akcie emitenta (popř. za jiné dluhopisy, to je ale v praxi ojedinělé). U prioritního dluhopisu má pak jeho majitel vedle práva požadovat jeho splacení ještě i právo za stanovených podmínek upsat akcie emitenta (závazek emitenta splatit jmenovitou hodnotu dluhopisu a závazek majitele dluhopisu splatit jmenovitou hodnotu a emisní ážio upsaných akcií je přitom možno i započíst při dodržení podmínek par. 163 odst. 3 OBZ). O těchto dluhopisech bude dále pojednáno níže.

¹ Podniky mají i další možnosti získání externích finančních zdrojů pro svůj rozvoj, například:

- vstup tichého společníka (v platné právní úpravě na základě par. 673 a n. OBZ)

- vytvoření sdružení k dosažení společného cíle (par. 829 a n. OZ)

- tzv. repo operace (prodej aktiv, zpravidla cenných papírů a to nejčastěji státních dluhopisů, při současném uzavření dohody o zpětném nákupu těchto aktiv v dohodnuté době za dohodnutou cenu)

- finanční leasing (pronájem nejčastěji výrobních strojů, nemovitostí či automobilů s tím, že po ukončení pronájmu bude předmět pronájmu převeden na nájemce), včetně tzv. zpětného leasingu, kdy dojde k prodeji aktiv, čímž prodávající získá chybějící finanční zdroje s tím, že tyto aktiva si zpětně pronajme formou finančního leasingu a po ukončení splácení je získá zpět do vlastnictví.

Tyto formy získání prostředků jsou s výjimkou leasingu spíše doplňkové a jejich odlišnost od dluhopisů je zřejmá, není tedy nutné se k nim v této práci dále vyjadřovat.

Pododdíl d) Náležitosti dluhopisu

Náležitosti dluhopisu jsou vymezeny v par. 6 zák. č. 190 / 2004 Sb. Dluhopis musí obsahovat údaje o emitentovi a název dluhopisu, který obsahuje slovo dluhopis či označení zvláštního druhu dluhopisu (např. hypoteční zástavní list), dále ISIN, pokud je mu přidělen.

Velmi významnou náležitostí je jmenovitá hodnota, ta představuje částku, kterou má emitent povinnost zaplatit vlastníku dluhopisu v době jeho splatnosti. Prohlášení emitenta, že se zavazuje dlužnou částku zaplatit a datum splatnosti je také povinnou náležitostí dluhopisu.

V dluhopisu musí být uveden i jeho výnos nebo způsob určení jeho výše a doba výplaty. Rovněž musí být uveden způsob výplaty a místo, kde bude vyplácen výnos i jmenovitá hodnota.

Dluhopis musí obsahovat i údaj o schválení emisních podmínek, datum emise a u listinného dluhopisu též jeho číselné označení.

Nezbytnou náležitostí je i forma dluhopisu a u listinného dluhopisu na jméno i označení prvního vlastníka.

Dluhopis v listinné podobě musí dále obsahovat podpis / otisk podpisu osob oprávněných k datu emise jednat za emitenta popř. podpis / otisk podpisu emitenta.

Kapitola II. Výhody a omezení financování prostřednictvím dluhopisů obecně i ve vztahu k současné právní úpravě

Oddíl 1) Výhody financování prostřednictvím dluhopisů

Jak bylo výše uvedeno, podnikatelské subjekty mají více možností získání finančních prostředků pro svůj rozvoj. Mezi klíčové výhody dluhopisů patří:

Pododdíl a) Možnost shromáždění velkého rozsahu prostředků, který by jinak nebyl schopen poskytnout jeden úvěrující subjekt.

Banky jsou ve svém podnikání omezeny řadou pravidel, mimo jiné maximální úvěrovou angažovaností vůči jednomu klientovi a pravidly obezřetného podnikání. Maximální výše úvěru jednomu klientovi / skupině je tak odvozena od výše kapitálu banky (tzv. legal lending limit), banka sama si může stanovit přísnější a přesnější pravidla úvěrové angažovanosti například vůči určitému sektoru, zemi, regionu, s cílem omezit riziko ztrát při změně podmínek na trhu.

Větší úvěry jsou pak poskytovány konsorcií bank (tzv. syndikované úvěry). Pro získání rozsáhlých prostředků pro velké investiční akce je však pro velké společnosti často výhodnější obrátit se na širší investorskou veřejnost prostřednictvím emise dluhopisů, které, zejména pokud jsou registrované pro obchodování na veřejném trhu cenných papírů, mohou být poptávány i investičními a podílovými fondy, pojišťovnami a dalšími investory.

Pododdíl b) Nižší náklady

Tento důvod neplatí zdaleka vždy. Emise dluhopisů je spojena se značnými náklady, zejména pokud má být registrována pro obchodování na veřejném trhu. Emitent musí vyhotovit emisní podmínky a prospekt, které podléhají schválení dozorcích orgánů kapitálového trhu. Investoři zpravidla vyžadují detailní informace o hospodaření společnosti, u registrovaných dluhopisů vzniká povinnost předkládat hospodářské

výsledky i průběžně během roku, jakož i informovat o důležitých událostech, které mohou mít vliv na schopnost emitenta dluhopisy splatit. Emise dluhopisů proto klade zvýšené nároky na emitenta pokud jde o kvalitu účetnictví a jeho ověření auditorem. Za přijetí k obchodování na veřejném trhu (u nás zejm. Burzy cenných papírů Praha) se platí poplatky. Emisi zpravidla zprostředkovává banka za sjednanou odměnu. Přesto je emise dluhopisů často levnější než úvěr, není zde rozdíl mezi úroky placenými bankou z vkladů a úroky z úvěrů, odpadají náklady spojené např. s pojištěním vkladů, povinnými minimálními rezervami drženými bankami apod.

Povinnost ukládat informace o hospodaření do sbírky listin vedené u soudu, který vede obchodní rejstřík, a případně je publikovat (v ČR především v obchodním věstníku) dopadá za stanovených podmínek na podnikatele obecně, bez ohledu na to, zda jsou emitenty dluhopisů, u emitentů dluhopisů je tak tato. Přesto rozsáhlejší povinnosti spojené s emisí dluhopisů může řada podnikatelů považovat jako nevýhodu, protože k těmto údajům se mohou tak dostat i konkurenti. Banka má oproti tomu obecně povinnost zachovávat o získaných informacích mlčenlivost.

Pododdíl c) Možnost financovat prostřednictvím emise dluhopisů i rizikovější transakce

Prostřednictvím emise dluhopisů, tzv. junk bonds, je možné financovat i riskantnější transakce například akvizice. Investoři na vyspělých trzích zpravidla požadují po emitentech tzv. rating, který podává informaci o pravděpodobné schopnosti emitenta splatit výnos a dlužnou částku. Rating vydávají nezávislé společnosti, které disponují vlastní škálou sledovaných ukazatelů a dlouholetou zkušeností.

Jako junk bonds (doslova prašivé dluhopisy) se přitom označují ty, jejichž rating nedosahuje tzv. investičního stupně a riziko nesplacení je vyšší. Trh s těmito dluhopisy je rozvinut zejména ve Spojených státech, v souvislosti s Českou republikou lze snad uvést jako příklad pouze emisi dluhopisů společnosti Central European Media Corporation, která tak financovala nákup TV Nova v roce 2005 (tyto dluhopisy byly ovšem vydány rovněž v USA). Taková emise pochopitelně přináší vysoký výnos při vyšším riziku, že emitent nebude s to dostát svým závazkům.

Některé subjekty (např. pojišťovny, penzijní fondy) mají zakázáno do takových cenných papírů investovat, nebo jen malou část jimi spravovaného majetku. I ostatní investoři do těchto cenných papírů investují jen malou část svých prostředků. Dojde tak k rozložení rizika, které nese každý jednotlivý investor, přičemž banka by zpravidla takový úvěr při dodržení principů obezřetnosti sama poskytnout nemohla. Emitent se navíc u takovéto emise zpravidla zavazuje k řadě omezení (např. dispozice s majetkem, přijímání dalších úvěrů apod.), která snižují riziko nesplácení. Tyto transakce mohou přitom být prospěšné pro celou ekonomiku, může tak být financováno převzetí špatně řízené společnosti menším konkurentem, financování inovací apod.⁷

Pododdíl d) Menší omezení emitenta než v případě bankovního úvěru

Banky často vyžadují zajištění úvěru zástavním právem zejm. k nemovitostem, ale i k pohledávkám, zásobám a penězi ocenitelným právům, případně fiduciárními převody práv, pohledávek či věcí. Dále často vyžadují dodržování určitých účetních ukazatelů (například poměr zadlužení k vlastnímu kapitálu či k zisku) a různých omezení (např. předchozí souhlas banky k prodeji nemovitostí, poskytnutí ručení apod.), přičemž sankcí za nedodržení podmínek bývá možnost banky požadovat předčasné splacení úvěru nebo jednostranně zvýšit úrokovou sazbu.

Takové podmínky je možné stanovit i v emisních podmínkách dluhopisů, jsou však méně časté a zpravidla méně rozsáhlé (s výjimkou junk bonds uvedených výše).

Pododdíl e) Větší variabilita možností výnosu a splácení

Banky sice ke svým klientům také přistupují do jisté míry individuálně, ale emise dluhopisů zejména větším společnostem umožňuje stanovit způsob placení výnosu a dlužné částky velmi inovativně v závislosti na potřebách emitenta, samozřejmě pokud mají investoři na kapitálovém trhu o takový cenný papír zájem. O tom viz níže u

⁷ Musílek: Finanční trhy, instrumenty, instituce a management str. 362 an.

jednotlivých druhů dluhopisů. Současné vyspělé kapitálové trhy se vyznačují mimořádně vysokou mírou dynamiky, když dochází neustále k vytváření řady tzv. finančních inovací. Právní úprava by neměla těmto inovacím bránit, měla by však zajistit dostatečnou informovanost investorů o výnosu a rizicích daného cenného papíru.

Oddíl 2): Nevýhody financování prostřednictvím dluhopisů

Mezi nevýhodami je možné uvést:

Pododdíl a) Větší časová náročnost

Hlavní nevýhodou tohoto způsobu financování je vyšší časová náročnost daná nutností vyhotovit a nechat schválit Českou národní bankou emisní podmínky, případně i prospekt, tyto dokumenty uveřejnit, poskytnout čas investorům pro vyjádření zájmu o koupi dluhopisů (pokud není celá emise prodávána předem dohodnutým zájemcům), případně vytisknout listinné cenné papíry, kotovat cenné papíry na regulovaném trhu ap. Banka zpravidla je schopna poskytnout zejména svým stávajícím dlouhodobým zákazníkům úvěr rychleji.

Pododdíl b) Vyšší poplatky a náklady spojené s vydáním dluhopisu oproti úvěru

Náklady spojené s emisí dluhopisů jsou často vyšší než poplatek bance za sjednání úvěru. Na druhou stranu, výnos, který emitent musí platit z dluhopisu, je zpravidla o něco nižší než úroky z bankovního úvěru, protože se emitent obrací přímo na investory bez zprostředkování bankou. Náklady závisí na celkové rozvinutosti kapitálového trhu, konkurenci mezi investičními bankami, které prodej dluhopisů na trhu organizují, a především na velikosti emise (emise dluhopisů je vhodná především pro získání větších prostředků, velká část nákladů s emisí spojených je fixní bez ohledu na velikost emise, provize investičních bank jsou sice zpravidla stanoveny jako procento z emisní částky, ale u větších emisí je toto procento nižší). Na rozvinutém kapitálovém trhu vystupuje řada institucionálních investorů (banky, pojišťovny, investiční, podílové a penzijní fondy, nadace) i individuálních investorů, kteří hledají vhodné příležitosti pro vyšší

zhodnocení svých volných finančních prostředků než je tomu u bankovních vkladů. Vysoká poptávka ze strany těchto investorů snižuje náklady emitentů na vyplacení výnosu z dluhopisu pod úroveň úroků z bankovních úvěrů.

Pododdíl c) Informační povinnosti

Jak již bylo uvedeno výše, negativem pro mnohé emitenty je nutnost poskytovat více informací o svém hospodaření. To platí zejména v případě emise dluhopisů přijatých k obchodování na oficiálním trhu, kde platí přesně stanovené informační povinnosti. Při jejich neplnění se emitent vystavuje riziku sankcí ze strany burzy či organizátora mimoburzovního trhu i ze strany regulátora trhu cenných papírů (u nás ČNB).

Pododdíl d) Obtížnější řešení problémů se splácením a potřeb změnit podmínky financování

Dalším negativem je nutnost v případě potíží se splácením či plněním jiných závazků (např. udržování stanoveného minimálního vlastního kapitálu), objektivní potřeby změny podmínek (např. v případě fúzí, akvizic) nebo významných změn v podnikání (např. prodeje podniku) dosáhnout dohody s větším počtem držitelů dluhopisů. Dohoda s bankou je v takovém případě zpravidla jednodušší. Naše nová právní úprava tento problém alespoň částečně zmírňuje, když upravuje detailně schůzi vlastníků dluhopisů a společného zástupce vlastníků dluhopisů (par. 21-24 zák. č. 190/2004). V prvotní nedokonalé úpravě v ČR na počátku devadesátých let tyto instituty chyběly, což v praxi znemožňovalo změnu emisních podmínek či přeměny emitenta (musel by dosáhnout dohody s jednotlivými vlastníky, případně dluhopisy předčasně splatit a uhradit případnou vzniklou škodu, např. ušlý úrokový výnos). I tak je dosažení změn emisních podmínek či schválení přeměny, prodeje podniku a podobných významných kroků pro emitenta dluhopisu v praxi obtížnější než pro příjemce úvěru, který jedná jen s jednou popř. několika málo bankami. Navíc i pokud schůze vlastníků takový krok schválí předepsanou většinou, má ten vlastník, který hlasoval proti nebo se neúčastnil schůze právo na předčasné splacení jmenovité hodnoty dluhopisu.

Kapitola III Dluhopis v naší právní úpravě

Oddíl 1) Okruh nejdůležitějších právních předpisů, které upravují oblast dluhopisů u nás

Pododdíl a) Vnitrostátní právní předpisy

Nejdůležitějším právním předpisem na tomto úseku právní regulace je zákon o dluhopisech (zák. č. 190 / 2004 Sb.), který nahradil již nevyhovující úpravu zákona č. 530 / 1990 Sb. k datu přístupu ČR k Evropské unii. Ten obsahuje vymezení pojmu dluhopis a okruhu jeho emitentů, náležitosti dluhopisu, postup emise včetně náležitostí emisních podmínek, jejich schvalování, uveřejnění a změny (včetně úpravy schůze vlastníků), výnos z dluhopisu a jeho splácení, zvláštní druhy dluhopisů a dohled ze strany ČNB.

Část právní úpravy, pokud jde o dluhopisy vyměnitelné a prioritní, je obsažena též v Obchodním zákoníku (zejm. par. 160 a par. 207 OBZ).

Obecná úprava cenných papírů, smluv o převodech a o zastavení cenných papírů zůstala obsažena v zákoně o cenných papírech (zák. č. 591 / 1992 Sb.).

Stěžejním právním předpisem upravujícím řadu oblastí kapitálového trhu a s velkým dopadem na úsek právní úpravy dluhopisů je také zákon o podnikání na kapitálovém trhu (zák. č. 256 / 2004 Sb.). Ten upravuje úpravu investičních služeb poskytovaných obchodníky s cennými papíry (mezi ně patří i upisování a umístování emisí dluhopisů), veřejnou nabídku investičních cenných papírů (tedy i dluhopisů) a prospekt cenného papíru, úpravu regulovaných trhů s investičními nástroji a podmínky pro přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu, úpravu burz a mimoburzovních trhů, vypořádacích systémů, úpravu evidence cenných papírů, tedy zejména prakticky celou úpravu zaknihovaných cenných papírů a jejich evidence, ochranu kapitálového trhu a investorů (včetně následných informačních povinností emitentů dluhopisů), úpravu ratingových agentur a dohled ČNB.

Značný význam má i zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu (zák. č. 15 / 1998 Sb.).²

Dopad na trh s dluhopisy mají i jednotlivé zákony, které vymezují možné formy investic různých institucionálních investorů, např. zák. č. 189 / 2004 Sb. o kolektivním investování, zák. č. 363 / 1999 Sb. o pojišťovnictví a další.

Z podzákoných předpisů je třeba uvést např. vyhlášku č. 260 / 2004 Sb., která upravuje technické náležitosti kótovaného listinného cenného papíru, vyhlášku č. 264 / 2004 Sb., která vymezuje následné povinnosti emitenta cenného papíru (zasílání pololetních a výročních zpráv) nebo vyhlášku č. 58 / 2006 Sb., která vymezuje způsob vedení samostatné evidence investičních nástrojů.

Oproti původní představě nedošlo dosud ke kodifikaci právní úpravy⁸. Nadále přežívá torzo zák. č. 591 / 1992 Sb. o cenných papírech, původní zákon o Komisi pro cenné papíry č. 15 / 1998 Sb. se změnil v zákon o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ale dohled upravují i prakticky všechny další zákony o kapitálovém trhu. I úprava dluhopisů je roztržena zejména mezi čtyři zákony: zákon o dluhopisech, obchodní zákoník, zákon o cenných papírech a zákon o podnikání na kapitálovém trhu.

Pododdíl b) Právní úprava v evropském právu

Českou právní úpravu v souvislosti se vstupem do EU výrazně ovlivnilo právo evropské, které má v oblasti trhu cenných papírů především podobu směrnic. Ty byly s určitými problémy do našeho právního řádu transponovány především v roce 2004 a nutnými novelami v letech následujících.

⁸ Pelikánová, Irena, Dědič Jan, Čech, Petr: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba, čas. Právní zpravodaj č. 1/2004, str. 11

Dluhopisů se dotýkají především následující evropské právní předpisy⁹:

- směrnice Evropského Parlamentu a Rady č. 2001 / 34 / ES o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny
- směrnice č. 2003 / 6 / ES o zneužívání trhu (na ní navazuje nařízení č. 2273 / 2003)
- směrnice č. 2003 / 71 / ES o prospektu, který musí být zveřejněn, jsou-li cenné papíry veřejně nabízeny nebo přijaty k obchodování
- směrnice č. 2004 / 109 / ES o harmonizaci požadavků na transparentci informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu
- nařízení č. 809 / 2004, kterým se stanoví minimální náležitosti prospektu

Oddíl 2) Některé prvky konstrukce naší právní úpravy dluhopisů

Na tomto místě chci zmínit jen některé prvky konstrukce naší právní úpravy, největší část bude podrobněji rozebrána níže v kapitole IV v rámci detailního rozboru jednotlivých variant a druhů dluhopisů. Vymezení dluhopisu jako cenného papíru a jeho odlišení od jiných forem podnikání bylo podáno výše.

Pododdíl a) Postup při vydání dluhopisu

Zákon č. 190 / 2004 Sb. vymezuje v par. 3 odst. 1, že emitentem může být zásadně jen právnická osoba, a to bez jakéhokoli omezení (z fyzických osob pak jen takové, které jsou bankou s místem podnikání na území státu EHP a které podnikají na území ČR na

⁹ Dědič, J., Čech P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU, str. 233 a násl.

základě jednotné bankovní licence). Emitentem tak již nemůže být fyzická osoba - podnikatel jako tomu bylo v dřívější právní úpravě.

Podmínkou vydání dluhopisu je vypracování emisních podmínek. Ty musí mít náležitosti vymezené v par. 7 zák. č. 190 / 2004 Sb., jde především o práva a povinnosti emitenta a vlastníka dluhopisu a o podrobnější informace o emisi dluhopisu. V emisních podmínkách musí být mimo jiné zejména vymezena lhůta pro upisování emise (emisní lhůta), způsob a místo upisování a splácení emisního kurzu, způsob určení emisního kurzu, předpokládaná celková jmenovitá hodnota emise, způsob výpočtu výnosu, údaj o případném ratingu emise (nebo informaci, že rating nebyl proveden), označení regulovaného trhu, na který by měla být emise uvedena, pokud o toto uvedení hodlá emitent požádat. Emisní podmínky jsou přitom klíčovým dokumentem, který detailně vymezuje práva a povinnosti emitenta (např. zajištění dluhopisů zástavními právy k nemovitým věcem v majetku emitenta, tzv. covenants -- různá ujednání, která se emitent zavazuje dodržovat po dobu existence dané emise dluhopisů, např. minimální výši vlastního kapitálu) popř. práva investorů do dané emise dluhopisů (např. právo na předčasné splacení) nad rámec obecné zákonné úpravy. V zahraničí se emisní podmínky označují zpravidla jako indenture, pokud jde o výše uvedené covenants, rozlišují se ještě tzv. affirmative covenants a negative covenants (tedy závazky k určité činnosti a závazky zdržet se určité činnosti, zejména dalšího zvyšování zadluženosti nad určitou úroveň)¹⁰

Emitent může mít zároveň povinnost vypracovat prospekt (par. 34 – 36l zák. č. 256 / 2004 Sb.). Emisní podmínky a prospekt v tom případě mohou tvořit jeden dokument (par. 7 odst. 3 zák. č. 190 / 2004 Sb.).

Povinnost vyhotovit, nechat schválit ČNB a uveřejnit prospekt dopadá na ty emitenty dluhopisů, kteří je hodlají veřejně nabízet. Prospekt schválený ČNB nebo zahraničním orgánem dohledu musí být uveřejněn nejpozději na počátku veřejné nabídky. Zákon pod vlivem evropských směrnic stanoví výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt. Náležitosti

¹⁰ Fabozzi, Frank J., Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program, USA 2000, str. 5

prospektu jsou vymezeny generální klauzulí (par. 36 odst. 1 zák. č. 256 / 2004 Sb. – veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je žádáno o přijetí k obchodování na oficiálním trhu nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a závazků, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta, případně ručitele), dále jsou obsaženy i konkrétní náležitosti (viz nařízení Evropské komise č. 809 / 2004, které je u nás bezprostředně platné). Prospekt musí zásadně obsahovat i shrnutí. Kdo schvaluje prospekt, zda ČNB či zahraniční regulátor, to vymezuje par. 36c zák. o podnikání na kapitálovém trhu. Jsou stanoveny krátké lhůty pro schválení (10-20 dní ode dne doručení žádosti či doplnění). Zákon vymezuje i způsob uveřejnění prospektu (par. 36h zák. o podnikání na kapitálovém trhu). "Dozorový orgán může povolit i zúžení prospektu o informace, které nejsou pro investory podstatné, jsou v rozporu s veřejným zájmem nebo by mohly významně poškodit emitenta" ¹¹ .

Emisní podmínky podléhají až na výjimky schválení Českou národní bankou. Schválení nepodléhají především státní dluhopisy. Další výjimky stanovuje zákon č. 190 / 2004 Sb. v par. 3 odst. 2 a 3 (emitenti se sídlem či bydlištěm v zahraničí, emitenti se sídlem v ČR pokud vydávají dluhopisy v zahraničí).

Důležité je ustanovení par. 8 zák. č. 190 / 2004 Sb.: Při schvalování emisních podmínek ČNB posuzuje zda žádost obsahuje všechny zákonem požadované přílohy, zda emisní podmínky obsahují všechny zákonem č. 190 / 2004 Sb. požadované náležitosti a zda cenný papír, který má být vydán, je dluhopisem podle zák. o dluhopisech. Jde o taxativní výčet, ČNB tedy nezkoumá žádné jiné než uvedené podmínky. Došlo tak k opuštění předchozího povolovacího systému, kdy ministerstvo financí posuzovalo i schopnost emitenta splácet a vhodnost emise z hlediska potřeb kapitálového trhu. Pro rozhodnutí ČNB je stanovena lhůta 60 dnů od doručení žádosti či jejího doplnění, po níž nastupuje v případě nečinnosti fikce schválení. Proti rozhodnutí je možné podat rozklad.

¹¹ Pihera, Vlastimil: Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu, čas. Právní rádce – převzato z internetových stránek pravnicadce.ihned.cz, 26.1. 2006

Emisní podmínky musí být po právní moci rozhodnutí o jejich schválení uveřejněny a to nejpozději k datu emise. Je stanovena i forma uveřejnění pokud jde o dluhopisy nabízené veřejně (inzerát v celostátním deníku, brožura v sídle emitenta, osoby zajišťující vydání dluhopisů a v sídle organizátora regulovaného trhu, dále je nutné uveřejnění i způsobem umožňujícím dálkový přístup). Způsob uveřejnění musí být zveřejněn v Obchodním věstníku. Toto neplatí, pokud emisní podmínky tvoří jeden dokument s prospektem.

Emisí dluhopisů se rozumí soubor dluhopisů, vydávaných na základě týchž emisních podmínek a majících stejné datum emise a stejné datum splatnosti (par. 2 odst. 3 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Je možné vydat více emisí dluhopisů na základě jediného schválení společných emisních podmínek (tzv. dluhopisový program – par. 13 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Lze očekávat, že této možnosti bude poměrně často využíváno, protože umožňuje celý postup vydávání dluhopisů zrychlit a učinit pružnějším.

Některé údaje, je možné upřesnit až dodatečně po schválení emisních podmínek ze strany ČNB (viz par. 8 odst. 5 zák. č. 190 / 2004 Sb., v praxi půjde nejčastěji o emisní kurs, který závisí na situaci na trhu v době vydání dluhopisu). Zákon umožňuje, aby se objem emise odchyloval oběma směry (možnost zvětšení emise musí být v emisních podmínkách uvedena, snížení objemu ne) i případné prodloužení emisní lhůty (pokud je to uvedeno v emisních podmínkách) - par. 11 zák. č. 190 / 2004 Sb. To je v praxi běžné, protože objem emise se často upravuje podle zájmu investorů v době vydávání dluhopisu, tedy až po schválení emisních podmínek.

Vydání dluhopisů zabezpečuje emitent sám či prostřednictvím obchodníka s cennými papíry (par. 15 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Dluhopis se považuje za vydaný v ČR pokud byl v listinné podobě předán nebo zapsán v evidenci na účet prvnímu nabyvateli na území ČR. Rozhoduje tedy místo vydání, nikoli sídlo či bydliště emitenta či majitele (par. 2 odst. 4 zák. č. 190 / 2004 Sb.).

Pokud mají být vydány listinné dluhopisy, které budou kótovány na regulovaném trhu, musí splňovat náležitosti dle par. 45 zák. č. 256 / 2004 Sb. Emise zaknihovaných cenných papírů upravuje zák. č. 256 / 2004 Sb. v par. 91 a následujících.

Zákon zakotvuje povinnost emitenta vrátit do 30 dnů po skončení emisní lhůty upisovateli upsanou a splacenou částku, pokud k emisi dluhopisu nedojde (par. 15 odst. 3 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Oproti úpravě vydávání akcií při založení akciové společnosti i při zvýšení základního kapitálu se zde však nevykazuje skládání prostředku na zvláštní účet u banky, se kterým by emitent nesměl po stanovenou dobu - dokud nedojde k emisi dluhopisů - nakládat (pro srovnání u emise akcií par. 204 ve spojitosti s par. 163a odst. 4 OBZ). Ochrana investorů je zde tedy slabší než v případě vydávání akcií.

Aby emitent získal investory pro svou emisi dluhopisů, musí často požádat o její přijetí k obchodování na regulovaném trhu s investičními nástroji. Podmínky stanoví par. 44 zák. č. 256 / 2004 Sb., mezi tyto podmínky patří uveřejnění prospektu, minimální celková jmenovitá hodnota emise dluhopisů alespoň 200000 Eur, zveřejnění účetní závěrky za tři předchozí roky (méně pouze pokud emitent existuje po kratší dobu), první postavení emitenta musí odpovídat právnímu řádu jeho sídla, emitované dluhopisy musí splňovat požadavky práva státu, podle jehož práva byly vydány, nesmí být omezena převoditelnost těchto cenných papírů, musí být zásadně plně splacen emisní kurs, zákon vyjmenovává i další povinnosti. Další povinnosti může stanovit i organizátor trhu ve svých všeobecných obchodních podmínkách.

Cenný papír je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem anebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele. Datum emise je den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvnímu nabyvateli (par. 5 odst. 1 zák. č. 591 / 1992 Sb.).

Zákon upravuje i postup v případě potřeby změnit emisní podmínky po vydání dluhopisů (par. 12, par. 21-24 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Emise totiž může být rozptýlena mezi velký počet vlastníků a není tak praktické popř. ani možné sjednat změnu emisních

podmínek s každým vlastníkem dluhopisu. Proto byla zařazena do zákona velmi potřebná úprava schůze vlastníků.

Změna emisních podmínek je možná jen pokud se podstatně změnily podmínky, za kterých byly stanoveny (v praxi jde o potíže se splácením či plněním některých závazků, nebo o případy přeměn emitenta) a podléhá schválení schůzí vlastníků a ČNB.

Zákon stanoví případy změn zásadní povahy, kdy je emitent povinen svolat schůzi vlastníků, usnášeníschopnost schůze a hlasování, jakož i účinky usnesení. Pokud emitent postupuje v rozporu se zamítavým usnesením schůze vlastníků o změně zásadní povahy nebo pokud sice usnesení schůze vlastníků dluhopisů změnu zásadní povahy schválilo, ale jednotlivý vlastník nehlasoval pro schválení tohoto usnesení, může dojít k tomu, že mu vznikne povinnost předčasného splacení dluhopisu.

Po vydání dluhopisu až do jeho splatnosti musí emitent plnit různé informační i další povinnosti stanovené zákonem, popř. i všeobecnými obchodními podmínkami organizátora regulovaného trhu s investičními nástroji. Ty jsou stanoveny v části osmé zák. č. 256 / 2004 Sb., jde především o uveřejňování výroční zprávy, pololetní zprávy a ad hoc uveřejňování důležitých informací významných pro ochranu investorů.

Pododdíl b) Dohled nad dodržování povinností na úseku kapitálového trhu

Dohled byl v minulosti svěřen ministerstvu financí, později od roku 1998 z větší části Komisi pro cenné papíry. Podle nynější právní úpravy je dohled svěřen České národní bance, která tak převzala regulaci a dohled prakticky nad všemi subjekty finančního trhu. Dohled je upraven především v zák. č. 15 / 1998 Sb, ten upravuje zejména řízení před ČNB, jednotlivá oprávnění ČNB, opatření k nápravě a správní delikty. Další úpravu obsahují jednotlivé zákony obsahující právní úpravu kapitálového trhu. " Institucionální koncentraci ovšem bohužel nedoprovází sjednocení legislativní. Fragmentace právní úpravy jednotlivých segmentů finančního trhu zůstává nedotčena.

O sjednocení v pravém smyslu hovořit nelze. Systém sankcí za delikty na kapitálovém trhu je nepřehledný" ¹²

Integrace dohledu je nesporně pozitivní změnou v naší úpravě, protože odpadají kompetenční nejasnosti a usnadňuje se tak dohled nad finančními skupinami. ČNB vykonává dohled, rozhoduje o právech, právem chráněných zájmech a povinnostech osob a kontroluje plnění informačních povinností. V souvislosti s problematikou dluhopisů je důležitý zejména dohled nad emitenty.

" Důvodů pro integraci dozorů je celá řada:

- spolupráce dozorů oddělených spočívala v množství dvoustranných dohod, neboť docházelo k překrývání jejich činnosti
- jedna instituce podnikající v jednom oboru finančního trhu podléhala dohledu několika dozorových orgánů" ¹³

ČNB postupuje podle obecných předpisů o správním řízení (zák. 500 / 2004 Sb. správní řád), pokud jednotlivá ustanovení zákonů upravujících kapitálový trh nestanoví něco jiného. ČNB není povinna zahájit řízení v oblasti dohledu při zjištění nedostatků, pokud povaha, závažnost, doba trvání a následky protiprávního jednání nejsou natolik závažné, aby uložila opatření k nápravě či sankce. Proti rozhodnutí ČNB v oblasti dohledu nad kapitálovým trhem je možno podat rozklad, o něm rozhoduje bankovní rada ČNB.

Sankce stanovené zák. č. 15 / 1998 Sb. jsou poměrně přísné. Tak např. pokud vedoucí osoba emitenta, který vyhotovil prospekt nebo obchodníka s cennými papíry, který cenné papíry umísťuje neposkytne ČNB informace a podklady, které je oprávněna vyžadovat, dopouští se přestupku, za který lze uložit pokutu až 5 mil. Kč - par. 9a zák. č. 15 / 1998 Sb.. Podle par. 9b téhož zákona lze právnické osobě či fyzické osobě podnikající za správní delikty uložit pokutu ve stejné výši. ČNB může uložit též předběžné opatření.

¹² Čech, P., Sjednocen dohled nad finančním trhem, roztříštěnost úpravy ale přetrvává, čas. Právní zpravodaj, č. 4 / 2006, str. 6

¹³ Scholz, Petr, Další fáze reformy dozoru nad finančním trhem, čas. Právo a podnikání, č. 6 / 2005, Praha, LexisNexis s.r.o.

Podle par. 38 a 39 zák. č. 190 / 2004 Sb. je ČNB oprávněna:

- pozastavit až na dobu jednoho roku právo vydat emisi dluhopisů
- zakázat vydání emise dluhopisů
- přikázat emitentovi předčasně splatit jistinu
- za porušení povinností stanovených v par. 39 zák. o dluhopisech emitentem (právníckou osobou) mu může být uložena pokuta až do výše 20 mil. Kč, pokud emitent neprokáže, že vynaložil veškeré úsilí, které na něm bylo možno požadovat, aby porušení právní povinnosti zabránil

Emitent podléhá i dohledu podle par. 135 a násl. zákona č. 256 / 2004 Sb. Na základě tohoto zákona může ČNB mimo jiné:

- nařídit mimořádné provedení auditu a změnu auditora
- zakázat nebo pozastavit nejdéle na dobu 10 pracovních dní veřejné nabízení cenných papírů nebo přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu
- zakázat nebo pozastavit propagaci nebo oznámení týkající se veřejné nabídky nebo přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu
- pozastavit na dobu nejdéle 6 měsíců obchodování s určitým dluhopisem nebo všemi či některými investičními nástroji na regulovaném trhu
- odejmout povolení, souhlas, či registraci
- udělit pokutu až 10 mil. Kč za správní delikty emitenta (par. 171 zák. č. 256 / 2004 Sb.), či jiné osoby v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů (par. 172 zák. č. 256 / 2004 Sb.)

"Pro dohled nad emitenty je např. v USA klíčový koncept tzv. materiality (tedy důležitosti informace). Emitent je sankčně odpovědný, pokud takovou důležitou informaci uvedl špatně, zavádějícím způsobem, nepravdivě nebo neuvedl vůbec a informace jím poskytnuté celkově proto byly zavádějící. Definicí materiality pak podává judikatura U.S. Supreme Court tak, že se jedná o každou takovou informaci, kterou by běžný rozumný majitel cenných papírů považoval za důležitou pro svá

investiční rozhodnutí nebo pokud je značná pravděpodobnost, že by zveřejnění takové zamlčené informace podstatně změnilo celkový souhrn informací, které má takový investor již k dispozici" ¹⁴

¹⁴ Ratner, David L., Hazen, Thomas Lee: Securities Regulation – Cases and Materials, Fifth Edition, St. Paul, USA, 1996, West Publishing Co.

Kapitola IV Jednotlivé druhy dluhopisů

Dluhopisy se vyskytují v celé řadě variant, které odrážejí jejich široké využití v hospodářské praxi vyspělých tržních ekonomik. Existuje proto i celá řada dělení dluhopisů. Za základní lze považovat tato dělení:

- podle osoby emitenta a jeho bonity (ratingu)
- podle doby splatnosti
- podle způsobu stanovení výnosu
- podle způsobu splácení dlužné částky a zajištění tohoto splácení
- podle trhu, na němž jsou emitovány
- podle podoby a formy dluhopisu
- speciální druhy dluhopisů

Oddíl 1) Dluhopisy podle osoby emitenta a jeho bonity (ratingu)

Podle emitenta můžeme rozlišit¹⁵:

- dluhopisy veřejného sektoru
- bankovní dluhopisy
- dluhopisy korporací

¹⁵ Musílek, P. Finanční trhy: instrumenty, instituce a management 1996

Pododdíl a) Dluhopisy veřejného sektoru

S růstem deficitů veřejných rozpočtů představují dluhopisy veřejného sektoru stále větší část celkového objemu vydaných dluhopisů a rozsahem převažují nad dluhopisy soukromými v ČR i v EU. Pro dluhopisy veřejného sektoru platí určitá specifická pravidla, např. pokud je emitentem členský stát EU, územní celek v členském státě nebo centrální banka členského státu, nevzniká povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt.

Hlavní formou dluhopisů veřejného sektoru jsou dluhopisy státní, které zpravidla (alespoň u vyspělých zemí) představují jednu z nejbezpečnějších forem uložení volných prostředků investorů a jsou tak vyhledávány například pojišťovnami a penzijními fondy.

Pro emise státních dluhopisů platí specifická pravidla. V naší platné právní úpravě podléhá vydání státních dluhopisů předchozímu souhlasu Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR ve formě zákona o státním dluhopisovém programu nebo zvláštního zákona, kterým je pověřeno ministerstvo vydat státní dluhopisy. K návrhu těchto zákonů se vyjadřuje i ČNB, jejím prostřednictvím jsou pak dluhopisy i vydávány v ČR (v cizině prostřednictvím obchodníka s cennými papíry). Emisní podmínky nepodléhají (narozdíl od ostatních dluhopisů) schválení Českou národní bankou. Emisní podmínky státních dluhopisů vydávaných v České republice se uveřejňují ve Sbírce zákonů.

Další formou emise dluhopisů veřejného sektoru v ČR jsou poukázky České národní banky. Jde o krátkodobé dluhopisy, kde emitentem je ČNB. Ta emise těchto dluhopisů nevyužívá k získání prostředků pro svou činnost, ale k plnění svých cílů v oblasti měnové politiky. Vydáním těchto dluhopisů a jejich prodejem investorům dochází totiž ke stahování peněz z oběhu, opětovným nákupem těchto cenných papírů se peníze do oběhu vrací. Tyto tzv. operace na volném trhu jsou jedním z nástrojů měnové politiky ČNB, ta k nim ale častěji používá nákupy a prodeje státních cenných papírů (poukázky ČNB byly emitovány ve větším rozsahu v minulosti, kdy v důsledku malých deficitů státního rozpočtu byl na trhu nedostatek státních cenných papírů). Rovněž zahraniční centrální banky realizují své operace na volném trhu zpravidla prostřednictvím nákupu a prodeje státních dluhopisů a vlastní dluhopisy zpravidla neemitují.

Mezi dluhopisy veřejného sektoru můžeme řadit i dluhopisy mezinárodních organizací, dluhopisy emituje například Světová banka (International Bank for Reconstruction and Development), naopak u Evropského společenství tato možnost prozatím připuštěna není a mezi emitenty proto nefiguruje.

V České republice mohou mezi emitenty z oblasti veřejného sektoru figurovat i veřejné fondy, v minulosti byl velkým emitentem dluhopisů zejména Fond národního majetku.

Další velkou skupinou dluhopisů jsou dluhopisy komunální, emitované územními samosprávnými celky (obcemi i kraji).

Specifikem české právní úpravy je podmínění vydání komunálních dluhopisů souhlasem ministerstva financí, který může být odepřen, má-li ministerstvo za to, že ekonomická situace územního celku neumožňuje splnění závazků s komunálním dluhopisem spojených. Toto ustanovení není zcela v souladu s obecně uznávaným právem územních celků na samosprávu a je ve fungující tržní ekonomice nadbytečné. Investoři, popř. s pomocí ratingových agentur, jsou sami schopni posoudit schopnost územního celku splácet. Pokud se podobná regulace v jiných právních řádech vyskytuje, má častěji podobu maximální výše zadluženosti územních celků např. v poměru k příjmům nebo počtu obyvatel než schvalování jednotlivých emisí státem, tím spíše, že schválení státem nepodléhají jednotlivé úvěry, které jsou z ekonomického hlediska substituty dluhopisů. Jde patrně o relikty dávno minulé úpravy, kdy začátkem devadesátých let ministerstvo takto posuzovalo i emise korporátních dluhopisů. Tato pravomoc je navíc svěřena ministerstvu financí, nikoliv ČNB, která jinak vystupuje jako regulační a dozorčí orgán pro kapitálový trh. Komunální dluhopisy tak podléhají dvojímu schválení, nejprve ministerstvem financí a pak schválení emisních podmínek Českou národní bankou.

Komunální dluhopisy v ČR zatím emitovaly zejména obce a to jako dluhopisy nezajištěné. V praxi vyspělých kapitálových trhů se rozlišují dva základní druhy /

komunálních dluhopisů s množstvím variant¹⁶: tax-backed debt a revenue bonds. Tax-backed debt má především formu tzv. general obligation debt. Jde o dluhopisy, jejichž splácení není specificky zajištěno a je podpořeno všeobecně příjmy územního celku, jeho schopností stanovit místní poplatky a daně a jeho majetkem. Komunální dluhopisy vydávané v ČR mají zpravidla tuto formu. Někdy k tomu přistupuje vyčlenění určitého zdroje příjmů, který primárně slouží k splacení vydaného dluhopisu. Takové dluhopisy se pak označují jako revenue bonds a slouží k financování projektů územních celků, které přinášejí i určité příjmy. V ČR se v praxi nevyskytují. Pokud by projekt byl vyčleněn do samostatné společnosti soukromého práva, nešlo by již podle našeho práva o komunální dluhopisy. Jako komunální dluhopisy se v praxi některých zemí označují i dluhopisy vydané bankou, která specificky výnos z emise dluhopisu použije pro poskytnutí úvěru územnímu celku. Při absenci specifické úpravy tohoto druhu financování by se však podle naší právní úpravy o komunální dluhopis nejednalo (a nepodléhal by tak schválení ministerstvem financí, což jen podtrhuje absurdnost současné právní úpravy vydávání komunálních dluhopisů).

Na pomezí mezi dluhopisy veřejného sektoru a dluhopisy soukromými mohou být dluhopisy vydávané veřejně prospěšnými společnostmi, pokud jim právní řád tuto možnost poskytuje. Charakter samostatných právnických osob s nevýdělečným cílem mají v zahraničí často vysoké školy, nemocnice, ústavy sociálních služeb, poskytovatelé výhodných půjček či pojištění některým sektorům. I ty mohou ve stanovených případech v některých zemích emitovat dluhopisy. V USA jsou to především tzv. GSEs (government sponsored entities), jejichž dluhopisy nejsou zajištěny státní zárukou (např. Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Bank Corporation, Student Loan Marketing Association a další). Tyto společnosti vydávají buď nezajištěné dluhopisy nebo dluhopisy ve formě asset-backed securities podložené a zajištěné portfoliem poskytnutých úvěrů.¹⁷

¹⁶ Fabozzi, Frank: Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program, str. 81

¹⁷ Fabozzi, Frank: Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program, str. 72

Pododdíl b) Bankovní dluhopisy

Banky jako osoby soukromého práva zásadně emitují dluhopisy za stejných podmínek jako ostatní soukromé právnické osoby, zařazení bankovních dluhopisů jako samostatné skupiny by se proto mohlo zdát nadbytečné. Přesto má toto rozlišení svůj praktický význam, který je dán i účelem vydávání dluhopisů bankami. Banky si prostřednictvím emise dluhopisů opatřují zdroje, které pak používají na poskytování úvěrů.

I v ČR existují dluhopisy, které mohou být vydávány pouze bankami (hypoteční zástavní listy). V praxi vyspělých trhů je okruh dluhopisů vydávaných převážně bankami (nikoliv však výlučně, často i jinými finančními institucemi, jako jsou firmy poskytující spotřebitelské úvěry a leasing) výrazně širší než úzké vymezení platné české právní úpravy a tvoří objemově největší skupinu dluhopisů hned po dluhopisech veřejného sektoru. Objem těchto dluhopisů (označovaných často jako asset-backed securities) v poslední době velmi výrazně narostl s tím, jak se na vyspělých kapitálových trzích prosazuje tzv. sekuritizace aktiv. O tom bude pojednáno níže u speciálních druhů dluhopisů. "Téměř jakýkoli druh výnos přinášejícího instrumentu se standartizovanými podmínkami a společnými prvky může být spojen a prodán na trh jako tzv. pass-through securities. Jde o hypoteční úvěry na trzích s nemovitostmi, vládní dluhopisy" ¹⁹ (často i různým způsobem rozdělené např. na právo na splátku jistiny v době splatnosti, či na jednotlivá práva na výplatu výnosu – tzv. stripped bonds ¹⁸), "bankovní vkladní listy a pohledávky společností jsou obzvláště populárním podkladovým aktivem pro pass-through cenné papíry. Strukturované financování tak umožňuje společnostem využít své pohledávky jako prostředek k získání bezprostřední hotovosti na kapitálových trzích. Často se tak děje i vyčleněním pohledávek do separátní společnosti, která pak emituje své dluhopisy" ¹⁹

Český zákon o podnikání na kapitálovém trhu uvádí další druh dluhopisů vydávaný bankami, který vynímá z povinnosti vyhotovit a uveřejnit prospekt pokud jsou kryty /

¹⁸ viz Musílek Petr, Finanční trhy: instrumenty, instituce a management, I díl str.361, Praha 1996

¹⁹ Cox, James D., Hillman Robert W., Langevoort, Donald C.: Securities Regulation: Cases and Materials, USA 1991, nakl. Little, Brown and company, str. 211 a 582

pojištěním vkladů (par. 34 odst. 3 body e) a f) zák. č. 256 / 2004 Sb.). Jde o produkty určené širší veřejnosti, emitované průběžně či opakovaně, které mají formu cenného papíru a jsou převoditelné a představují alternativu k vkladům pro obyvatelstvo (v praxi označované jako depozitní certifikáty, vkladní listy ap.).

Specifickým druhem dluhopisů, který je častý právě u bank, jsou dluhopisy podřízené. Banky totiž podléhají regulaci minimální výše vlastního kapitálu v poměru k aktivům ze strany centrálních bank a emise podřízených dluhopisů může za stanovených podmínek nahradit část vlastního kapitálu ve výpočtu kapitálové přiměřenosti. Tyto dluhopisy u nás upravuje par. 34 zák. č. 190 / 2004 Sb. o dluhopisech. Podstatou tohoto typu dluhopisu je to, že všechny ostatní závazky emitenta budou v případě likvidace, konkursu, vyrovnání či obdobného opatření dle cizího práva uspokojeny přednostně před závazky z podřízených dluhopisů a uhrazení závazků z podřízených dluhopisů tak budou mít přednost pouze před právem akcionářů (popř. společníků v s.r.o. či v jiných právnických osobách) na podíl na likvidačním zůstatku. Pojmově je tedy vyloučeno i jejich zajištění a tím oddělené uspokojení v konkursu. Tyto dluhopisy jsou tak výrazně rizikovější pro investory než ostatní a zákon proto vyžaduje zřetelné označení, že jde o dluhopis podřízený jak na cenném papíru samotném tak i na všech propagačních materiálech.

Pododdíj c) Korporátní dluhopisy

Těmito dluhopisy si podnikatelská sféra získává externí finanční prostředky pro financování provozu a zajištění krátkodobé likvidity (krátkodobé dluhopisy) i pro rozsáhlejší a dlouhodobé investiční akce (dlouhodobé dluhopisy). Na kapitálový trh mají snadný přístup především velké společnosti, s trvalým poklesem credit spreads v posledních letech (viz níže), vysokou konkurencí mezi investičními bankami, která snižuje poplatky bank za organizaci emise dluhopisů a rostoucím objemem prostředků investovaných na kapitálovém trhu se možnosti emise dluhopisů zlepšují i pro menší společnosti.

Emitent se může obracet na trh jednorázově, ale může vydávat dluhopisy i průběžně v určitém období v rámci dluhopisového programu (takové dluhopisy se v zahraniční praxi označují jako MTNs – medium term notes²⁰). Dluhopisový program zajišťuje emitentovi větší flexibilitu při vydávání dluhopisů, investoři mohou ale požadovat vyšší výnos, protože neví, kolik dluhopisů emitent nakonec vydá, zda nedojde k přílišnému zahlcení trhu dluhopisy daného emitenta nebo k přílišnému zadlužení této společnosti a tím k poklesu ceny dluhopisů již dříve nakoupených investorem. Naše platná právní úprava připouští vydávání dluhopisů postupně v jednotlivých tranších (par. 14 odst. 2 zák. č. 190 / 2004 Sb.) a umožňuje i vydávání v rámci tzv. dluhopisového programu (schválení jedné emisní podmínky pro předem neurčený počet emisí dluhopisů – par. 13 zák. č. 190 / 2004 Sb.), umožňuje tedy oba uvedené způsoby vydávání.

Pododdíl d) Rozdělení emitentů podle jejich bonity (ratingu)

Investora do dluhopisu zajímá především míra rizika, že emitent nebude schopen dostát svému závazku a nevrátí v době splatnosti dlužnou částku, popř. nebude schopen vyplácet ani výnos z dluhopisu. Tato míra se označuje v praxi jako default rate. Pokud už k této nepříznivé události dojde, dalším důležitým faktorem pro investory je, kolik procent z jmenovité hodnoty dluhopisu získá zpět v takovém případě – tato míra se označuje jako recovery rate.²¹

Pro posouzení těchto rizik fungují na kapitálových trzích nezávislé instituce, označované jako ratingové agentury. Mezi nejznámější se řadí Moody's, Standard & Poor's a Fitch. V České republice působí především Czech Rating Agency, dceřiná společnost Moody's. Úkolem ratingové agentury je prostřednictvím zkoumání finančních výkazů společnosti, ale i trendů v sektoru, managementu, postavení firmy na trhu a s využitím vlastních dlouhodobých zkušeností, ohodnocovacích metod a zkušených zaměstnanců stanovit tzv. rating emitenta respektive jednotlivé emise. Ratingová agentura sleduje především tzv. 4 C²¹ – v angličtině character, capacity, collateral, covenants (1) character - kvalitu managementu – strategie, úspěchy v

²⁰ Fabozzi, Frank J. :Fixed Income Analysis for the CFA program str.88

²¹ tamtéž, str. 82-87

minulosti, přiměřenost aktivit, vnitřní kontrolní systémy, 2) capacity - schopnost splácet daná trendy v odvětví, regulací sektoru, konkurenční pozicí, provozními výsledky, finanční situací a zadlužeností společnosti a zdroji finančních prostředků, organizační strukturou firmy, podporou ze strany akcionářů a rizikem neočekávaných negativních událostí, 3) collateral – zajištění dluhopisu např. zástavními právy, zárukou mateřské společnosti, v širším pojetí ale i kvalita všech aktiv firmy, 4) covenants – ustanovení v emisních podmínkách, ve kterých se emitent zavazuje něco konat či nekonat – např. udržovat poměr dluhu k vlastnímu jmění pod určitou hranicí, neprodávat nemovitosti).

Na vyspělém kapitálovém trhu je prakticky nemožné emitovat dluhopis (zejména s delší dobou splatnosti), který by neměl přidělen rating od některé ratingové agentury, o takový dluhopis by nebyl na trhu mezi investory zájem. Rating mají přiděleny i státní dluhopisy většiny zemí světa.

Podle naší právní úpravy je nezbytnou součástí emisních podmínek informace o tom, kým, kdy a s jakým výsledkem bylo provedeno ohodnocení finanční způsobilosti emitenta (rating) nebo informaci o tom, že ohodnocení nebylo provedeno. Emisní podmínky přitom musí být uveřejněny nejpozději k datu emise, investoři by tedy na základě této právní úpravy měli mít dostatek informací k posouzení finanční situace emitenta.

Příloha č. 1 ukazuje ratingovou škálu tří hlavních světových ratingových agentur²². Rozlišuje se především tzv. investiční stupeň a spekulativní stupeň. Řada investorů smí investovat jen do dluhopisů s vysokým ratingem, velká část institucionálních investorů má zákonem či vlastními statuty zakázáno investovat do dluhopisů se spekulativním ratingem. Horšímu ratingu odpovídá vyšší pravděpodobnost, že emitent nebude schopen splácet. Tomu pochopitelně odpovídá i vyšší požadovaný výnos z dluhopisu, který toto riziko investorům kompenzuje (viz příloha č. 1). Počet případů neschopnosti splácet v jednotlivých kategoriích ratingu se dlouhodobě sleduje a investoři, kteří své investice rozloží do většího počtu dluhopisů emitentů v určité kategorii ratingu tak mají poměrně přesnou představu o riziku. Procento případů neschopnosti splácet ovšem není neměnné

²² Fabozzi, Frank J. :Fixed Income Analysis for the CFA program str. 46

v čase. Rozdíl mezi úrokovou sazbou (výnosem) u nejkvalitnějších dluhopisů (zpravidla státních dluhopisů nejvyspělejších zemí) a výnosy dluhopisů s horšími ratingy se označuje jako tzv. credit spread. Výše tohoto spreadu je v čase proměnlivá, výrazně roste pokud se investoři obávají ekonomické recese, protože v obdobích ekonomického poklesu prudce roste počet společností, které se dostanou do problémů se splácením svých závazků.

Jednou stanovený rating není neměnný, ratingové agentury provádějí pravidelnou revizi emitenta a rating v případě potřeby upravují. Pravděpodobnost budoucí změny ratingu agentury většinou publikují předem v tzv. výhledu (Outlook), který má tři stupně (stabilní, negativní, pozitivní). Výhled signalizuje možnou změnu ratingu v budoucnu. Zhoršení ratingu vede k poklesu zájmu o daný dluhopis a tedy k poklesu jeho ceny, majitelé dluhopisů tak utrpí značné ztráty.

Česká právní úprava poprvé v novém zákoně o podnikání na kapitálovém trhu od roku 2004 upravila i činnost ratingových agentur v části desáté zákona. Tato činnost je podmíněna zápisem do seznamu ratingových agentur vedeném ČNB, ta zápis provede jen pokud agentura má předpoklady pro kvalifikované hodnocení investičního nástroje nebo účastníka kapitálového trhu. Úprava v jediném paragrafu nicméně nadále zjevně neodpovídá klíčovému významu ratingových agentur pro fungování trhu s dluhopisy a kontrastuje s mnohem podrobnější úpravou činnosti jiných účastníků kapitálového trhu (je to zřejmě dáno tím, že počet ratingových agentur je poměrně malý a většina působí v zahraničí a podléhá tak regulaci jiných kontrolních orgánů).

Emitenti někdy využívají specifických prostředků zvýšení své bonity, tzv. credit enhancement²³. Častou metodou je vyčlenění části aktiv či projektů do speciálních dceřinných společností, které jsou pak emitenty místo původní společnosti. Tak je možné dosáhnout lepšího ratingu než by měla původní společnost, tato metoda ale není prostá právních rizik v případě problémů mateřské společnosti (případně i dceřinné společnosti – emitenta, kdy by se mohlo jednat o odpovědnost mateřské společnosti za problémy společnosti dceřinné). V USA existuje proto speciální regulace těchto

²³ Fabozzi, Frank J. :Fixed Income Analysis for the CFA program str. 86 an.

transakcí, která byla po skandálech společnosti Enron posílena. V České republice podobná právní úprava není, věřitelé mateřské společnosti by mohli postupovat případně podle ustanovení o odporovatelnosti právních úkonů, čímž by mohli být majitelé dluhopisů dceřinné společnosti poškozeni. Neméně obtížné by v našem právním rámci bylo dosáhnout uspokojení z majetku mateřské společnosti, pokud by ta svou dceřinnou společnost poškodila. Pokud se podobné transakce u nás také začnou vyskytovat, potřeba jejich regulace se nepochybně projeví.

Do speciálních společností (tzv. special purpose vehicle, SPV) vyčleňují svá aktiva a na tyto aktiva vydávají dluhopisy (tzv. asset backed securities) často rovněž banky, o tom viz níže u speciálních druhů dluhopisů.

Pododdíl e) Rozdělení dluhopisů podle osoby, která dluhopis nabízí investorům a podle okruhu investorů

Emitent zpravidla nabízí dluhopisy investorům a organizuje celou emisi s využitím investičních služeb obchodníka s cennými papíry. Upisování a umístování emisí investičních nástrojů je jednou z hlavních investičních služeb, nabízených obchodníky s cennými papíry na základě povolení ČNB k této činnosti (par. 4 odst. 2 bod e) ve spojitosti s par. 5 a par. 6 zák. č. 256 / 2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu). Velké a renomované společnosti se někdy mohou obejít bez využití služeb obchodníka s cennými papíry. Služby obchodníka s cennými papíry mohou mít různou formu. Podle toho můžeme rozlišit²⁴:

- vlastní emise – emitent nevyužívá služeb obchodníka s cennými papíry
- cizí emise – do procesu přípravy emise je zapojen obchodník s cennými papíry a to ve třech základních variantách: 1) ručitelé – obchodník nakupuje celou emisi na vlastní účet a prodává ji dále investorům, 2) komisionář – obchodník vystupuje jako komisionář a prodává emisi vlastním jménem na účet emitenta,

²⁴ Musílek, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management II díl str. 585

nepřebírá závazek odkoupit zbytek emise, pokud není dostatečný zájem investorů, 3) prodejní – prodej jménem emitenta na jeho účet.

Můžeme se setkat i s jiným dělením, a to na úpis s pevným závazkem (firm commitment), kdy obchodník s cennými papíry převezme celou emisi a je na něm jak a zda ji dále prodá klientům a prodej bez tohoto pevného závazku (best efforts).²⁵

U nás jsou připuštěny obě formy, emise vlastní i cizí a dohoda mezi emitentem a obchodníkem s cennými papíry může zahrnovat všechny výše uvedené formy (viz. par. 15 zák. č. 190 / 2004).

Z hlediska okruhu investorů, kterým jsou dluhopisy nabízeny (široké veřejnosti či úzkému okruhu investorů) můžeme rozlišit veřejnou a soukromou emisi. Toto kritérium má značný význam pro předběžné i následné informační povinnosti emitenta a míru regulace emise (o tom viz níže).

Oddíl 2) Dluhopisy podle doby splatnosti

V ČR rozlišujeme dluhopisy krátkodobé, se splatností zpravidla do jednoho roku a dluhopisy dlouhodobé, se splatností nad jeden rok. Krátkodobé státní dluhopisy se označují jako státní pokladniční poukázky. Banky emitují krátkodobé dluhopisy označované jako depozitní certifikáty. V ČR jsou výjimkou dluhopisy s delší než desetiletou splatností (prakticky jen státní dluhopisy), to odpovídá dosud ne zcela usazenému podnikatelskému prostředí a krátké historii většiny emitentů u nás.

Praktický význam má ale toto rozlišení pouze pokud s ním právní řád spojuje nějaké odchylky pro jednotlivé typy. Tak je tomu v evropském právu, které vyznívá krátkodobé dluhopisy (v původním pojetí, tedy se splatností do jednoho roku) z povinnosti vyhotovit prospekt.

²⁵ Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort Donald C.: Securities Regulation, Cases and Materials, USA 1991, Little, Brown and Company

V České republice má výše uvedené rozlišení na krátkodobé a dlouhodobé dluhopisy ještě jeden praktický význam. Evidenci zaknihovaných krátkodobých dluhopisů a jejich majitelů totiž nadále vede Česká národní banka ve své zvláštní evidenci (tzv. Systém / krátkodobých dluhopisů) a každý, kdo chce s těmito cennými papíry obchodovat, si musí otevřít účet v této evidenci, odlišné od evidence pro ostatní zaknihované cenné papíry (dosud vedené Střediskem pro cenné papíry) nebo alespoň u tzv. custodiana, který vede účet pro své klienty.

Podle Fabozziho²⁶ v současnosti na hlavních světových trzích převládá jiné dělení, kdy za krátkodobé jsou považovány dluhopisy se splatností až do 5 let, střednědobé se splatností do 12 let a teprve dluhopisy s ještě delší splatností jsou označovány jako dlouhodobé. Nejdelší v současnosti vydávané dluhopisy jsou stoleté, dluhopisy s touto dobou splatnosti vydala např. společnost Walt Disney Corp. v roce 1993, třicetileté dluhopisy jsou na trhu poměrně běžné. O dlouhodobé dluhopisy mají zájem zejména penzijní fondy, které investují prostředky na několik desetiletí, emitenty samozřejmě mohou být jen velké a stabilní společnosti, jinak by o takové cenné papíry nebyl zájem.

Specifickým případem dluhopisu, který by podle naší současné právní úpravy ani nemohl být jako dluhopis vydán (podle našeho zák. o dluhopisech jsou nezbytnými náležitostmi dluhopisu datum splatnosti a prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit jmenovitou hodnotu – par. 6 zák. č. 190/2004), je tzv. konzole²⁷. Jde o dluhopis bez doby splatnosti, tedy pouhý závazek emitenta platit trvale stanovený výnos. Tyto dluhopisy se již v praxi nově nevydávají ani v právních řádech, které je umožňují, stále se však obchodují na trzích např. konzole vydané Velkou Británií na financování napoleonských válek. Emitenty byly výlučně státy, převážně v 19. století.

²⁶ Fabozzi, Frank J. : Fixed Income Analysis for the CFA program str. 5

²⁷ Tepper, Tomáš, Peníze a vy, str. 110

Oddíl 3) Druhy dluhopisů podle způsobu stanovení výnosu

Podle způsobu stanovení výnosu můžeme v základním členění dluhopisy dělit následovně²⁸:

- dluhopis s pevným zúročením (straight bonds)
- dluhopis s proměnlivým zúročením (úroková sazba se pravidelně po vypršení určitého úrokového období přizpůsobuje tržním podmínkám)
- dluhopis s nulovým kuponem (zúročením), který je emitován pod svou jmenovitou hodnotou, tzv. zerobond

Oproti původnímu základnímu dělení na dluhopisy s pevným a proměnlivým zúročením a zerobondy se v posledních desetiletích na vyspělých kapitálových trzích objevila velká řada inovací a škála dluhopisů podle způsobu stanovení výnosu je velmi široká. Tomu se přizpůsobila i naše právní úprava, která dnes uvádí pouze příkladný výčet (arg. "zejména", par. 16 zák. č. 190/2004 Sb.) a lze ji proto považovat za dostatečně pružnou a vyhovující měnícím se podmínkám na kapitálovém trhu, výčet přitom postihuje nejběžnější druhy.

Nezbytnou náležitostí dluhopisu, resp. emisních podmínek podle naší právní úpravy je způsob a místo výplaty výnosu, jakož i data splatnosti dluhopisu i způsob stanovení výnosu. Investoři by tedy měli mít dostatek informací k rozhodnutí, zda je pro ně nabízený výnos a způsob jeho výpočtu atraktivní. Emisní podmínky musí být schváleny regulátorem kapitálového trhu (ČNB), který by v případě nedostatečného vysvětlení výpočtu výnosu či nedostatečné určitosti jeho stanovení měl vyžadovat nápravu. Některé konstrukce výnosu u dluhopisů, zejména u tzv. strukturovaných produktů vytvářených bankami pro své klienty, jsou totiž značně složité, kdy je výnos značně proměnlivý v závislosti na vývoji řady proměnných (např. indexů, kurzů akcií, měnových kurzů či případů jejich vybočení z určitého pásma, credit spreadů, volatility

²⁸ Musílek, P.: Finanční trhy, instrumenty, instituce a management str. 346

kurzů na kapitálových trzích, cen komodit), dluhopisy se navíc nemusí prodávat investorům za jmenovitou hodnotu, nemusí jim tedy být zaručena ani návratnost celé původní investice. Potřeba dostatečné informovanosti investorů tím vystupuje stále více do popředí. Její zajištění je tak jedním z hlavních úkolů regulátora, nikoli zkoumání schopnosti emitenta splatit jmenovitou hodnotu dluhopisu a vhodnosti emise pro kapitálový trh, jak tomu bylo podle předchozí zákonné úpravy po větší část minulého desetiletí (tato úprava již byla naštěstí opuštěna - pokud investoři mají dostatek informací, jsou schopni se samostatně rozhodnout o vhodnosti investice).

Nejstarší a dosud nejběžnější formou dluhopisu je dluhopis s pevným zúročením (viz. par. 16 odst. a) zák. č. 190/2004). U tohoto typu dluhopisu je stanoven výnos pevně na celou dobu do splatnosti. Je-li výnos stanoven např. na 6% p.a. a jmenovitá hodnota je např. 1000 Kč, obdrží investor každý rok výnos 60 Kč a v době splatnosti jmenovitou hodnotu 1000 Kč. Investor ovšem kupuje dluhopis při emisi za emisní kurs, případně později za kurs na veřejných trzích, ten se může lišit od jmenovité hodnoty a výnos pro investora se tak liší podle situace na trhu od uvedených 6%. Specifikem trhu s dluhopisy v ČR i na největších světových kapitálových trzích je zahrnutí tzv. alikvótního úrokového výnosu do částky placené investorem v případě nákupu na organizovaném trhu (toto u nás upravují předpisy Burzy cenných papírů Praha). Pokud např. dluhopis vyplácí výnos 60 Kč jednou ročně k 31.12. a investor kupuje na burze dluhopis 30.6. bude muset ke sjednané ceně automaticky doplatit úrokový výnos 30 Kč, který naběhl za šest měsíců a patří tedy předchozímu majiteli dluhopisu, i když emitent vyplatí celý roční výnos až 31.12.

Vedle těchto dluhopisů se stále více prosazují dluhopisy s proměnlivou úrokovou sazbou, kdy výše úrokové sazby závisí na vývoji úrokových sazeb na trhu. Tyto dluhopisy se označují jako floating rate notes (FRNs). Podstatou těchto dluhopisů je pravidelné přizpůsobování úrokové sazby aktuální tržní situaci. Nová úroková míra je odvozena pro následující úrokovou periodu z aktuální referenční úrokové sazby (zpravidla tři nebo šest měsíců), která se zvyšuje o stanovenou přírážku (credit spread podle bonity emitenta). Dominantní referenční úrokovou sazbou na světových kapitálových trzích je sazba LIBOR, u níž jde o sazbu pro obchody mezi velkými

mezinárodními bankami na londýnském trhu (tato sazba se stanovuje pro různé měny). V ČR je ekvivalentem sazba PRIBOR, která se udává pro různá časová období a publikuje se i v odborném ekonomickém tisku.²⁹ I zde platí zákonný požadavek jednoznačného určení způsobu výpočtu výnosu dluhopisu, který musí být uveden v emisních podmínkách (par. 7 odst. 1 g) zák. č. 190/2004). Proto se používají široce používané referenční sazby vyhlášené třetími osobami. V emisních podmínkách pak musí být uvedeno i v jakých obdobích dochází k změně úrokové sazby a přesné určení způsobu výpočtu sazby pro další období (stanovení referenční sazby, dne, který bude rozhodující pro určení sazby pro další období ap.).

Floating rate notes se vykytují v řadě variant, kdy cílem je omezit riziko změny úrokové sazby pro emitenta či pro investora. Podle toho se vyskytují tzv. caps, kdy je stanovena maximální úroková sazba, která bude placena i v případě, že tržní úrokové sazby stoupnou nad tuto hranici nebo tzv. floors, kdy je s cílem přilákat investory stanovena naopak úroková sazba minimální, pod níž výnos z dluhopisu nepoklesne, minimax floating rate notes, které obsahují jak floor tak cap a řada dalších variant²⁹. Pro investory tak u těchto typů dluhopisů představují emisní podmínky klíčový dokument, z něhož musí čerpat informace o způsobu stanovení výnosu, datech, kdy dochází ke změnám sazby a referenční úrokové sazbě, od níž se úroková sazba dluhopisů odvíjí.

V dobách vysoké inflace nebo v zemích s nestabilní měnou bývají někdy vydávány i dluhopisy, které jsou upravovány o inflaci, v některých zemích jde o dlouholetou tradici. Naše právní úprava by vydání takových dluhopisů také umožňovala, i když se o nich výslovně nezmiňuje. Způsob úpravy i jaká inflace (kým a kdy oznamovaná) se bere za základ této úpravy by musely být uvedeny v emisních podmínkách. Problém by mohl nastat v případě poklesu cen, kdy by mělo dojít ke snížení dlužné částky, ani to by patrně nebylo v rozporu se zněním zákona, pokud by v emisních podmínkách bylo toto přesně uvedeno. Příkladem takových dluhopisů jsou např. TIPS (Treasury inflation protection securities), tradičně vydávané v USA (státní dluhopisy). U těchto dluhopisů

²⁹ Musílek, P.: Finanční trhy, instrumenty, instituce a management, str. 357 - 358

se jak jmenovitá hodnota, tak i budoucí kuponové platby zvyšují o inflaci za předchozí období³⁰

Dluhopisy s nulovým kuponem, tzv. zerobondy, jsou dluhopisy, které po dobu do splatnosti nevyplácejí žádný výnos a veškerý výnos investor obdrží tou formou, že emisní kurs, za který dluhopis nakoupí, je výrazně nižší než jmenovitá hodnota, kterou obdrží od emitent v době splatnosti. Prvotním impulsem pro vydávání těchto dluhopisů byla snaha vyhnout se placení daní z výnosu dluhopisů, pokud byl rozdíl emisního kursu a jmenovité hodnoty považován za kurzový výnos osvobozen od daně. Na to pochopitelně ve většině zemí daňové či jiné zákony reagovaly a prohlásily rozdíl mezi emisním kurzem a jmenovitou hodnotou za výnos (u nás par. 16 odst. b) zák. č. 190/2004) podléhající stejné dani jako ostatní úrokové výnosy. I tak ale může být tato forma daňově výhodná, pokud je daň placena až v okamžiku splatnosti dluhopisu při výplatě jmenovité hodnoty a nikoli průběžně, placení daně se tak může o několik let odložit. Pro investory může být tento dluhopis zajímavý i proto, že se nemusí starat o investování vyplácených výnosů. Pro emitenta je výhoda zřejmá: získá peněžní prostředky bez nutnosti jakékoli výplaty úroků po několik let až do splatnosti. Zde vystupuje do popředí úloha ratingových agentur, které pomáhají investorům v určení pravděpodobnosti, že v době splatnosti emitent těmto závazkům včetně takto odložené výplaty výnosu dostojí.

V praxi stále častější a investičními, podílovými a penzijními fondy, pojišťovny a i soukromými investory hojně poptávanými dluhopisy jsou tzv. strukturované produkty, kdy výnos dluhopisu je odvozen od pohybů různých úrokových sazeb na trhu (např. tzv. výnosové křivky – rozdíly mezi krátkodobými a dlouhodobými úrokovými sazbami), kurzů měn, akciových indexů (včetně indexů trhů méně vyspělých zemí) či jednotlivých akcií, cen komodit apod. Jedním z důvodů obliby těchto produktů mezi fondy je striktní zákonná regulace možných investic a jejich rozložení pro tyto fondy (u nás viz. zák. č. 189/2004 o kolektivním investování), která podléhá kontrole (u nás ze strany ČNB a depozitáře fondu). Strukturované produkty umožňují podílet se do jisté míry i na výnosech trhů, na které tyto fondy jinak nemají přístup nebo jen v malé míře, např.

³⁰ Fabozzi, Frank J. :Fixed Income Analysis for the CFA program str. 67

komodit, akciových trhů rozvojových zemí, nemovitostí, přitom však tyto produkty nadále zůstávají dluhopisy a zaručují výplatu jmenovité hodnoty (ta nicméně může být nižší než emisní kurs). Riziko je tak do značné míry omezeno, proto je tato forma investování fondů pro regulátory přijatelná, samozřejmě tomu odpovídá i menší výnos než v případě přímého nákupu komodit a jiných rizikovějších forem investic, který není některým institucionálním investorům povolen. Emitenty strukturovaných produktů jsou zpravidla banky, riziko neschopnosti emitenta splácet je tak pro investora relativně malé.

Dluhopisy, u nichž výplata výnosu závisí na pohybech cen komodit, někdy vydávají i průmyslové podniky, které tak platí např. větší výnos v případě vyšší ceny jimi prodávaných produktů na trhu a tedy vyššího zisku. Někdy se vyskytují i dluhopisy, které přímo váží část výnosu na hospodářské výsledky emitenta (zpravidla takový dluhopis nabízí určitý pevný výnos, menší než je úroková sazba na trhu, a k tomu ještě dodatečná procenta výnosu podle zisku emitenta). Vyskytují se také tzv. dual currency bonds, kdy platba jmenovité hodnoty či výnosu může proběhnout v jiné měně než v které proběhlo vydání dluhopisu, což má význam zejména pro exportéry, ale může také zvýšit atraktivitu dluhopisu v případě malé stability měny země, v které emitent působí (pokud devizové předpisy takové země umožňují zavazovat se v cizí měně).

V naší právní úpravě neexistují speciální ustanovení věnovaná těmto typům dluhopisů, i proto, že emitenty těchto dluhopisů jsou nejčastěji banky se sídlem v zahraničí, kde jsou také zpravidla registrovány a obchodovány (v ČR jsou nicméně nabízeny dceřinými společnostmi těchto bank). Vzhledem k jejich rostoucímu významu, často velmi složité konstrukci výnosu, která může investory mást a může být pro ně skrytě nevýhodná (často jde o konstrukci, která v sobě kombinuje několik druhů cenných papírů a derivátů, které mohou v souhrnu nabízet vyšší výnos nebo nižší riziko než nabízený strukturovaný produkt, z tohoto rozdílu profituje banka, která tento produkt úspěšně prodá investorům), a k tomu, že do těchto dluhopisů investují v rostoucí míře jak fyzické osoby, tak i institucionální investoři jako jsou podílové fondy by určitá právní regulace byla patrně na místě. Za současné situace vystupuje do popředí role ČNB při

schvalování emisních podmínek, které by měla zamítnout, pokud z nich jasně nevyplývá způsob určení výnosu a všechna případná rizika pro investora.

Naše právní úprava výslovně zmiňuje jako formu výnosu ještě i slosovateľnou prémie, praktický význam této formy výnosu je spíše omezený (občas se vyskytuje u maloobchodních bankovních produktů pro širokou veřejnost, jako jsou depozitní certifikáty).

Na pomezí mezi dluhopisy a jinými cennými papíry, které v některých právních úpravách existují, by pak stál dluhopis, který by poskytoval výnos v nepeněžité formě. Lze soudit, že formulace našeho zákona toto nevyklučuje, i když to není výslovně zmíněno. V praxi zejména německého práva se vyskytují tzv. Genussscheine, požitkové listy, které ztělesňují i právo na určité nepeněžité plnění, je myslitelná i jejich kombinace s dluhopisem.

Spíše teoretickou otázkou je, zda může existovat dluhopis, který by žádný výnos neposkytoval. O takový dluhopis by totiž pochopitelně investoři neměli zájem a pokud by se prodal, tak jen za cenu nižší než jmenovitou hodnotu, tedy de facto jako zerobond (viz výše). Náš zákon označuje výnos nebo způsob jeho určení za podstatnou náležitost, kterou musí obsahovat dluhopis listinný i zaknihovaný (par. 6 odst. 1 f) zák. č. 190/2004 Sb.), takže odpověď na tuto teoretickou otázku je spíše záporná.

Právo na výnos dluhopisu může být od dluhopisu odděleno, pokud to nevyklučují emisní podmínky (par. 18 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Toto právo je pak spojeno s kuponem, který je samostatným cenným papírem na doručitele (par 18 zák. č. 190 / 2004 Sb. a par. 2 odst. 5 zák. č. 190 / 2004 Sb., ve spojitosti s par. 12 zák. č. 591 / 1992 Sb.).

U zaknihovaného dluhopisu se pro výplatu výnosu obvykle stanoví tzv. rozhodný den. K tomuto dni si emitent opatří výpis vlastníků dluhopisů z evidence a jim pak vyplácí výnos, i když k výplatě dojde až později. Náš zákon č. 190 / 2004 Sb. tuto problematiku řeší v par. 17, když rozhodný den smí předcházet datu výplaty výnosu maximálně o

jeden měsíc a pochopitelně nesmí následovat po dni splatnosti výnosu. Rozhodný den musí být uveden již v emisních podmínkách.

Oddíl 4. Druhy dluhopisů podle způsobu splácení dlužné částky a zajištění tohoto splácení

Pododdíl a) Dluhopisy podle způsobu splácení

Dnes nejběžnější formou splácení dluhopisu je jednorázově v době splatnosti (tzv. bullet maturity bonds). Emitent má tak prostředky získané vydáním dluhopisu k dispozici po celou dobu a teprve v okamžiku splatnosti musí mít k dispozici dostatečné prostředky ke splacení jmenovité hodnoty dluhopisů. Emitent není v tomto případě zavázán ukládat postupně prostředky, které budou potřeba pro splácení, postačí, když je bude mít k datu splatnosti.

Další možností je splácení podle umořovacího plánu, kdy musí být v emisních podmínkách uvedena výše splátek. Jednou z možností je tzv. anuitní splácení, kdy investor obdrží v pravidelných intervalech stále stejnou platbu, která obsahuje jak úrok, tak splátku jmenovité hodnoty.

Náš zákon v par. 19 uvádí, že splatnost se určuje jednorázově k určitému datu nebo splátkami, jejichž výše se stanoví v emisních podmínkách. V tomto paragrafu se rovněž věnuje předčasnému splácení dluhopisu (viz níže). Jiné varianty, poměrně běžné v zahraničí, náš zákon nezná (par. 19 zák. č. 190/2004), nicméně nejsou vyloučeny, pokud budou uvedeny v emisních podmínkách.

Jednou z častých variant splácení zejména v USA je tzv. sinking fund provision³¹. Při této variantě se emitent zavazuje odkoupit na trhu určitou část dluhopisů ve stanovených intervalech a danou emisi dluhopisů tak odkoupit do doby splatnosti buď zcela nebo z určité části (porušení tohoto závazku může mít za následek předčasnou splatnost všech dluhopisů dané emise). Tento způsob splácení se objevuje zejména u

³¹ Fabozzi, Frank J. :Fixed Income Analysis for the CFA program str. 14

finančně slabších emitentů, kde se investoři odmítají spoléhat na to, že se emitentovi v době splatnosti podaří shromáždit prostředky na splacení všech dluhopisů. Zpravidla se vyskytuje u dluhopisů obchodovaných na kapitálovém trhu s větším počtem majitelů, aby tento závazek byl pro emitenta bez větších obtíží uskutečnitelný nákupem na trhu. Myslitelné jsou samozřejmě i varianty jiné (např. losování, veřejná nabídka), které by musely být uvedeny v emisních podmínkách, investoři totiž na předčasném splacení nemusí mít zájem (může jít o případ, kdy tržní úrokové sazby po vydání dluhopisu klesly, nebo kdy se finanční situace emitenta natolik zlepšila, že by k datu předčasného splacení mohl získat prostředky levněji).

Zvláštní situace je u tzv. asset-backed securities, kde dluhopisy vznikají vyčleněním určitého portfolia úvěrů (spotřebitelských, hypotečních) či leasingových smluv a vydáním dluhopisů, jejichž jmenovitá hodnota je kryta těmito úvěry. Zde dochází ke splácení dluhopisů spolu se splácením úvěrů, které zpravidla mohou být spláceny i předem. O těchto dluhopisech viz níže.

Poměrně běžná je možnost předčasného splacení dluhopisů emitentem (tzv. callable bonds), případně i možnost majitele dluhopisu požadovat jeho předčasné splacení po emitentovi (tzv. puttable bonds). Náš zákon spojuje možnost předčasného splacení emitentem s tím, že je uvedena v emisních podmínkách a přesně vymezena (z emisních podmínek musí tedy být patrné, v kterém období má emitent právo dluhopis předčasně splatit, za jakou cenu, případně v jakém rozsahu a jaké zdroje na toto splácení může či naopak nesmí použít, pokud se splácí jen část pak je nutné nepochybně uvést i jak se tato část určí a to bez znevýhodnění některé skupiny majitelů dluhopisů – tedy proporcionálně nebo např. losováním). Emitent totiž splácí dluhopisy předčasně zpravidla jen pokud je to pro něj výhodné (a tedy pro majitele dluhopisu nevýhodné), tedy pokud úrokové sazby klesly a může si nyní opatřit zdroje jiným způsobem levněji.

Pokud jde o puttable bonds, podmínky musí být opět vymezeny přesně v emisních podmínkách. Emisní podmínky často vymezují určité závazky emitenta (např. udržovat určitý maximální poměr zadlužení a vlastního kapitálu, neprodávat některá aktiva), jejich porušení vede k vzniku práva majitele dluhopisu na jeho odkup emitentem. Někdy je

právo majiteli dluhopisu na předčasný odkup přiznáno proto, aby se tak emise dluhopisu stala atraktivnější a přilákala investory. Majitel dluhopisu má však právo požadovat předčasné splacení i v dalších případech, stanovených přímo zákonem o dluhopisech (např. v případě změny emisních podmínek, pro kterou majitel nehlasoval na schůzi vlastníků).

Pododdíl b) Dluhopisy podle zajištění splacení

Podle zajištění splacení můžeme rozlišovat dluhopisy nezajištěné, kdy majitelé dluhopisů nemají k dispozici žádný specifický právní zajišťovací prostředek ke zvýšení jistoty, že v době splatnosti bude dlužná částka uhrazena a dluhopisy zajištěné. Typickým příkladem zajištěných dluhopisů podle naší právní úpravy jsou hypoteční zástavní listy.

I jiné dluhopisy ovšem mohou být zajištěny. Vzhledem k převažujícímu dlouhodobějšímu charakteru tohoto druhu financování se k zajištění dluhopisů nehodí všechny právní zajišťovací prostředky. Nejčastěji se vyskytuje zástavní právo k nemovitostem a ručení (mateřskou společností, státem), popř. bankovní záruka, někdy též zástava cenných papírů či obchodních podílů (např. pokud je emitentem mateřská společnost, bývají někdy zastaveny i podíly v dceřinných společnostech). V širším ekonomickém pojetí se za zajištění považují i různé podmínky, k jejichž dodržování se emitent zavazuje v emisních podmínkách a jejichž nesplnění má nepříznivý dopad na emitenta (např. zvýšení výnosu, který musí platit majitelům dluhopisů nebo předčasnou splatnost).

V některých případech finančně slabších emitentů může být v emisních podmínkách uvedena i povinnost postupně skládat prostředky na splacení dluhopisů v okamžik splatnosti na tzv. escrow account (účet, na který emitent nemá přístup). Právní nebo smluvní úprava pak ale musí řešit osud tohoto účtu v případě konkursu, u nás by plně spadal do konkursní podstaty a pokud by tyto prostředky nebyly ve prospěch majitelů dluhopisů alespoň zastaveny, nebyli by v konkurzu z titulu existence tohoto účtu nijak zvýhodněni.

Problémem zajištění v naší právní úpravě konkurzu prozatím zůstává omezení, kdy pouze 70% z výtěžku prodeje zastaveného aktiva připadá zástavním věřitelům, tedy i majitelům dluhopisů (par. 28 odst. 4 dosud platného zák. č. 328/1991 Sb.). U finančně slabších emitentů proto investoři (podobně jako je tomu v praxi u bank) budou nepochybně požadovat zajištění v rozsahu přesahujícím výši dluhu tak, aby 70% výtěžku představovalo 100% dluhu včetně příslušenství. Vyjímkou je v platné úpravě pouze majetek sloužící ke krytí pohledávek z hypotečních zástavních listů (tzv. hypoteční podstata). Ten se použije na uspokojení pohledávek z hypotečních zástavních listů v plné výši (ale až po uhrazení nákladů spojených se správou a zpeněžováním hypoteční podstaty – par. 66k zák. č. 328/1991).

V praxi je poměrně časté zakládání dceřinných společností, které jsou emitenty dluhopisů místo společnosti mateřské, která provozuje vlastní podnikání (v praxi v ČR např. ČEZ Finance B.V., která emituje dluhopisy ČEZ a.s.). Mateřská společnost někdy za tyto dluhopisy vystavuje záruku, pokud tomu tak není a dojde k problémům se splácením či naopak k problémům mateřské společnosti, dochází k právním sporům a řešení vzájemných závazků, odpovědnosti mateřské společnosti za problémy dceřinné společnosti. V některých zemích proto dnes existuje speciální právní úprava (byť převážně v podobě soudních precedentů angloamerického práva), která tyto vztahy řeší (např. v USA), což je vzhledem k významu kapitálového trhu a rozsahu možných dopadů problematických případů (např. problémy společnosti Enron) jistě žádoucí. U nás žádná speciální úprava v tuto chvíli neexistuje.

Oddíl 5. Druhy dluhopisů podle trhu, na němž jsou emitovány

Pododdíl a) Druhy dluhopisu podle obchodovatelnosti

Dluhopis je ze zákona převoditelný, jeho převoditelnost nelze omezit (par. 5 zák. č. 190/2004 Sb.). Pro jeho majitele má nicméně značný význam to, zda s tímto dluhopisem bude obchodováno na regulovaném trhu oficiálním či na volném trhu nebo zda tomu tak nebude. Značný význam této skutečnosti reflektuje i naše právní úprava,

kdy
dy i
ně
dou
70%
ravě
(tzv.
ních
ním

když vyžaduje, aby již v emisních podmínkách byla tato informace uvedena, včetně označení konkrétního regulovaného trhu (par. 7 odst. 1 bod m) zák. č. 190 / 2004 Sb.). Řada investorů má zakázáno investovat do dluhopisů, které nejsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Můžeme tedy v souladu s naším zákonem rozlišit (toto rozlišení má přitom značný dopad na právní úpravu emise dluhopisu, viz níže):

- dluhopis nabízený jen kvalifikovaným investorům nebo jen úzkému okruhu nekvalifikovaných investorů (maximálně 100) – není nutno uveřejnit prospekt
- dluhopisy veřejně nabízené
- dluhopisy uváděné na oficiální trh

Pododdíl b) Druhy dluhopisů z hlediska teritoriálního umístění

Z hlediska teritoriálního umístění trhů, na které může emitent umístit své dluhopisy můžeme rozlišovat³² :

- národní trh, kdy emitent umísťuje dluhopis na trhu státu, v němž má své sídlo, emitent i dluhopis tedy podléhají regulaci podle téhož právního řádu (např. hypoteční zástavní listy Komerční banky a.s., emitované v KČ a přijaté k obchodování na Burze cenných papírů Praha)
- zahraniční trh, kdy emitent umísťuje dluhopisy na trhu ve státě odlišném, než je stát jeho sídla a tyto dluhopisy jsou emitovány v měně státu v němž jsou emitovány (např. emise dluhopisů v ČR společnosti Orco Property Group se sídlem v Lucembursku, přijatá k obchodování na Burze cenných papírů Praha a emitovaná v KČ)

³² Musílek, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management str. 21

- eurotrhy, kdy jsou emitovány tzv. euroobligace, tedy dluhopisy, které jsou emitovány v zahraničí v jiné měně než v měně země, kde jsou předmětem obchodu (např. dluhopisy společnosti ČEZ, emitované v euru a obchodované v Londýně). Euroobligace v praxi vydávaly jen ty největší společnosti, popř. státy (u nás např. ČEZ). Emise euroobligací byly dříve v EU vyňaty z řady regulací, dnes tomu tak ale již není.

Z tohoto vymezení vyplývá možná složitost struktury právních vztahů. Emitent podléhá regulaci jako obchodní společnost podle státu svého sídla (podle něj se řídí např. předpisy o exekuci, úpadku v případě nesplnění povinnosti splatit jmenovitou hodnotu dluhopisu, zajištění dluhopisu, podle převládající zásady actor sequitur forum rei zpravidla i místo případných soudních sporů s emitentem, podmínky uplatnění práv z vyměnitelných dluhopisů ap.), cenný papír přitom podléhá regulaci především podle místa jeho emise (běžně odlišného od sídla emitenta) zároveň však může podléhat další regulaci i podle práva zemí, na jejichž kapitálových trzích se obchoduje (těch přitom může být i více, jde zejména o informační povinnosti emitenta), případně i regulaci podle devizových předpisů země, v jejíž měně je vydán.

To vyvolává zvýšenou potřebu harmonizace právních úprav, právo cenných papírů je proto i oblastí, do níž velmi výrazně zasahuje právo evropské. Tuto potřebu podtrhuje i skutečnost, že kapitál je vysoce mobilní, při současné uvolněnosti devizových režimů ve většině zemí (včetně ČR) si mohou jak investoři tak i emitenti volně vybrat trh, kde své dluhopisy umístí nebo na kterém své volné prostředky investují. Úkolem harmonizace je tak kromě usnadnění přístupu na trh pro emitenty zároveň i zabránit tomu, aby se emitenti volbou země emise vyhýbali regulaci a informačním povinnostem. Dále musí být vymezeno, kterému regulátorovi kapitálových trhů daný cenný papír podléhá (schválení prospektu, sledování plnění informačních povinností ap.), aby odlišné požadavky většího počtu regulátorů emitenty nadbytečně nezatěžovaly.

Pododdíl c) Evropská úprava přeshraničních emisí dluhopisů

Evropské právo se těmto otázkám věnuje poměrně zevrubně³³. Důležité je především vymezení tzv. domovského státu emitenta (směrnice č. 2003 / 71 / ES o prospektu). U emitenta dluhopisů s jmenovitou hodnotou pod 1000 eur je jím země sídla emitenta, pokud jde o ostatní emitenty, ti mohou volit mezi státem sídla a kterýmkoliv ze států, kde je dluhopis nabízen nebo kde má být obchodován. Výlučně právem domovského státu se přitom řídí informační povinnosti emitenta, členské státy nesmí vyžadovat přísnější povinnosti než jaké má emitent v domovském státě. Platí dále tzv. jednotný pas pro emitenty, tj. prospekt schvaluje jen regulátor trhu cenných papírů domovského státu, ostatní musí prospekt uznat na základě pouhé notifikace. Prospekt se vydává v jazyce domovského státu, v případě uvádění na další trhy pak i v jazyce hostitelských států nebo pouze v jazyce obvyklém ve světě mezinárodních financí (tedy v angličtině). To představuje značné ulehčení postavení emitenta. Nařízení č. 809 / 2004 diferencuje minimální náležitosti prospektu podle jednotlivých produktů a velikosti emitenta, směrnice č. 2003 / 71 / ES vynechává z následných informačních povinností emitenty dluhopisů s vysokou jmenovitou hodnotou (nad. 50000 eur). Pozitivem je také stanovení krátkých lhůt pro schválení prospektu regulátorem. Evropské právo také zakotvuje možnost uvést dluhopisy na další trh i bez souhlasu emitenta (nucená paralelní kotace), zároveň však stanoví, že z takové duální kotace emitentovi neplynou / žádné dodatečné povinnosti. V evropském právu je tak patrný silný posun směrem k co nejpružnější a přitom účinné právní úpravě, která má podpořit fungování kapitálového trhu. Převzetí této právní úpravy do českého právního řádu v souvislosti s přijetím do EU ovlivnilo naši právní úpravu pozitivním směrem.

Pododdíl d) Úprava emise dluhopisu na regulovaném trhu v ČR

Pokud jde o emisi v České republice, regulovaný trh s investičními cennými papíry vymezuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu (par. 37 a násl. zák. č. 256 / 2004 Sb.), podle nějž regulovaný trh může organizovat burza (v ČR pouze Burza cenných papírů Praha a.s.) či organizátor mimoburzovního trhu s investičními nástroji (u nás

³³ viz Dědič, J., Čech, P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU

pouze RM-System a.s.). Zákon o podnikání na kapitálovém trhu a všeobecné obchodní podmínky organizátora regulovaného trhu stanoví podmínky přijetí cenného papíru na oficiální trh a informační povinnosti emitentů. Cenný papír přijatý k obchodování na oficiálním trhu se označuje jako kótovaný a organizátor regulovaného trhu stanovuje a uveřejňuje jeho kurs. Organizátor regulovaného trhu může organizovat též volný trh, pro který stanoví podmínky pro přijímání a informační povinnosti ve svých všeobecných obchodních podmínkách.

Podmínky přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu stanoví par. 44 zák. č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu. V této oblasti existuje značná harmonizace právní úpravy v rámci EU. Emitent musí odpovídat právním požadavkům státu sídla a cenný papír právním požadavkům státu emise, včetně požadavků na tisk listinného cenného papíru. Emitent musí zveřejnit účetní závěrku za předchozí minimálně tři roky, pokud po tu dobu existuje. Celková jmenovitá hodnota emise dluhopisů musí činit minimálně 200,000 EUR, je možno ale povolit vyjimku, pokud bude zajištěno bezproblémové obchodování i s menší emisí. Emisní kurz dluhopisů musí být zásadně plně splacen. Žádost o přijetí k obchodování se musí vztahovat na všechny dluhopisy téže emise a všechny dluhopisy téže emise mají stejnou jmenovitou hodnotu a stejné mezinárodní identifikační označení cenného papíru (tzv. ISIN).

Jednou z nejdůležitějších podmínek pro přijetí k obchodování na oficiálním trhu je uveřejnění prospektu. Prospekt musí být zásadně vyhotoven i v případě pouhé veřejné nabídky, kdy je dluhopis nabízen širšímu okruhu osob prostřednictvím jakéhokoli sdělení, které obsahuje informace o nabízených cenných papírech a podmínkách nabytí, dostatečné pro rozhodnutí investora, zda tyto cenné papíry koupit, a to i v případě, že se neuvažuje o přijetí takových dluhopisů na regulovaný trh. Obsah prospektu a jeho uveřejňování upravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu (par. 36 – 36l zák. č. 256 / 2004 Sb.). Základní požadavek na obsah prospektu je přitom uveden v par. 36 odst. 1 cit. zák.: prospekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem k konkrétní povaze emitenta a cenných papírů (veřejně nabízených nebo uváděných na regulovaný trh) nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru, práv

s ním spojených, majetku, závazků, finanční situace emitenta případně ručitele a to srozumitelnou formou tak, aby umožňoval snadnou analýzu.

Pokud emitent sídlí v ČR nebo vydává dluhopisy v ČR, podléhá prospekt schválení Českou národní bankou, výjimky stanoví zákon (zejm. vydává-li emitent se sídlem v ČR dluhopisy v jiném členském státě EU nebo pokud již členský stát EU jako stát sídla emitenta schválil prospekt dluhopisu, který má být nyní veřejně nabízen nebo uveden na oficiální trh v ČR). Pozitivem současné právní úpravy je pevně stanovený a poměrně krátký termín pro schválení prospektu ze strany ČNB (10-20 dní – viz par. 36c odst. 5 zák. č. 256 / 2004 Sb.), to platí ovšem pouze v případě, že prospekt obsahuje všechny potřebné údaje, jinak běží tato lhůta znovu od doplnění údajů emitentem.

V případě dluhopisu přijatého k obchodování na oficiálním trhu musí emitent plnit i řadu informačních povinností. Ty jsou stanoveny nejen právními předpisy (zejm. par. 118-125 a 171 zák. č. 256 / 2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, dále ve vyhl. č. 264 / 2004 Sb. v platném znění, která upravuje formu a způsob zasílání výročních a pololetních zpráv emitentů kótovaných cenných papírů a o způsobu plnění povinnosti oznámit podíl na hlasovacích právech), ale i všeobecnými obchodními podmínkami burzy resp. organizátora mimoburzovního trhu, které mohou stanovit další povinnosti.

Dodatečné zákonné povinnosti emitenta kotovaného dluhopisu zahrnují zejména:

- povinnost uveřejnit výroční zprávu a konsolidovanou výroční zprávu do 4 měsíců po konci účetního období, přičemž účetní závěrka musí být ověřena auditorem a musí obsahovat dodatečné údaje stanovené zákonem
- povinnost uveřejnit pololetní zprávu emitenta cenného papíru do dvou měsíců po konci pololetí, pololetní zpráva má stanovené náležitosti
- informovat neprodleně organizátora trhu o každé skutečnosti významné pro ochranu investorů

- zajistit rovné zacházení se všemi majiteli cenných papírů, z nichž plynou tytéž práva
- zajistit výplatu výnosu (sám, prostřednictvím finanční instituce či pošty) a informovat o této výplatě
- informovat o svolání schůze vlastníků dluhopisů a o výkonu práv z vyměnitelných a prioritních dluhopisů, výplatě výnosu a splácení dluhopisu
- informovat o přijatých půjčkách a úvěrech a jejich zajištění i jiných skutečnostech, které mohou podstatně ovlivnit schopnost emitenta plnit své závazky z vydaných dluhopisů
- jednou ročně zaslat ČNB dokument obsahující odkazy na všechny dokumenty uveřejněné v rámci informační povinnosti za minulé období
- povinnosti týkající se nakládání s tzv. vnitřními informacemi (zásadně musí tyto informace neprodleně uveřejnit, par. 125 odst. zák. č. 256 / 2004 Sb. stanoví výjimky)

Organizátoři cenných papírů mohou stanovit další podmínky přijetí ve svých všeobecných obchodních podmínkách, mohou také provést rozdělení trhů na více druhů – pro Burzu cenných papírů Praha viz příloha č. 2.

Oddíl 6. Druhy dluhopisů podle podoby a formy dluhopisu

Pododdíl a) Dluhopisy podle podoby

Podle podoby můžeme rozlišit dluhopisy v listinné podobě a dluhopisy v podobě zaknihované.

Historicky starší je podoba listinná (odtud ostatně pochází označení cenný papír). Ve 20. století se stále více prosazuje podoba zaknihovaná, kdy dluhopis vůbec nemá hmotný nosič, který je nahrazen pouhým zápisem v zákonem stanovené evidenci. V některých zemích došel vývoj tak daleko, že některé druhy cenných papírů (akcie, dluhopisy, podílové listy..) ani nemohou být vydávány v listinné podobě. Výhody tohoto přístupu pokud jde o boj s praním špinavých peněz, omezení daňových úniků a omezení organizované kriminality a podvodů na trhu cenných papírů jsou zřejmé. U nás jsou prozatím možné obě podoby, podoba zaknihovaná ovšem u cenných papírů obchodovaných na kapitálových trzích výrazně převažuje.

Určitý přechod mezi cennými papíry listinnými a zaknihovanými představuje fakticky tzv. imobilizace. Cenný papír v tomto případě zůstává de iure listinným, ale všechny cenné papíry dané emise jsou uloženy do hromadné úschovy již jejich emitentem a nejsou předány jejich vlastníkům. Při vydání se v takovém případě u listinného cenného papíru neuvádí jméno vlastníka ani v případě dluhopisu na jméno. Imobilizované cenné papíry se podle výslovného ustanovení zákona řídí ustanoveními zákonů o zaknihovaných cenných papírech a jejich převod proto probíhá zápisem do evidence, čímž se usnadňuje obchodování na kapitálovém trhu. Vlastník imobilizovaného cenného papíru má nicméně zachováno právo požadovat po emitentovi, aby mu vydal listinný cenný papír. Tato forma má historickou tradici zejména ve Švýcarsku, u nás ji upravuje par. 38 zák. č. 591 / 1992 o cenných papírech. Papíry, které nejsou imobilizovány v hromadné úschově, pak zpravidla nemohou být předmětem obchodu na kapitálových trzích, jejich převody ale nejsou zachyceny v žádné evidenci (zejména u cenného papíru znějícího na doručitele, kdy ani emitent nevede seznam vlastníků).

Rozlišení zaknihovaných a listinných dluhopisů je nezbytné zejména pro řešení řady praktických otázek (viz níže). Existence zaknihovaných cenných papírů do značné míry relativizuje i další dělení cenných papírů, tj. dle formy.

Pododdíl b) Dluhopisy podle formy

Zákon o cenných papírech uvádí (par. 3 zák. č. 591 / 1992 Sb.), že cenný papír může mít formu na doručitele, na řad nebo na jméno, pokud zákon neomezuje formu některého cenného papíru jen na některou z výše uvedených. Zároveň k tomu uvádí, že pokud jiný právní předpis označuje formu cenného papíru jako na majitele, vztahují se na takový cenný papír ustanovení o cenném papíru na doručitele a označuje-li jiný právní předpis některý cenný papír jako cenný papír na jméno a současně umožňuje jeho převod rubopisem, vztahují se na takový cenný papír ustanovení o cenném papíru na řad.

Dluhopis může být vydán ve formě na doručitele (zákon o dluhopisech to nevylučuje), nebo na jméno (dle par. 5 zák. o dluhopisech ve spojitosti s par. 3 odst. 3 zákona o cenných papírech se na něj ale vztahují ustanovení o cenných papírech na řad).

U listinného dluhopisu na doručitele se neuvádí jméno jeho majitele a převádí se předáním. Listinný dluhopis na jméno se převádí rubopisem a předáním. Emitent přitom je povinen vést seznam vlastníků dluhopisů na jméno a k účinnosti převodu vůči emitentovi se vyžaduje zápis do tohoto seznamu.

- 1) U dluhopisů zaknihovaných, a to jak na doručitele, tak na jméno, dochází k převodu zápisem v evidenci zaknihovaných cenných papírů, i seznam vlastníků zaknihovaných dluhopisů na jméno zásadně nahrazuje tato evidence.

Pododdíl c) Právní úprava zaknihovaných dluhopisů

Zaknihované cenné papíry upravuje par. 91 a násl. zák. č. 256 / 2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu.

Dluhopisy jsou v současné době vedeny ve dvou evidencích zaknihovaných cenných papírů, cenné papíry jsou vedeny na tzv. majetkových účtech:

- krátkodobé zaknihované dluhopisy státní i jiných emitentů se splatností do jednoho roku (v případě dluhopisů emitovaných ČNB se splatností do šesti měsíců) emitované v Kč jsou vedeny v evidenci ČNB, tzv. Systému krátkodobých dluhopisů (SKD) na základě par. 31 odst. 2 zák. č. 6 / 1993 Sb. o České národní bance, ta provádí i vypořádání obchodů s těmito dluhopisy mezi účty klientů a nově od poloviny roku 2005 i custodianů (ti evidují cenné papíry na svém účtě, ale ve vlastnictví jiných osob), obchodování se účastní i tzv. agenti. Obchodování s krátkodobými dluhopisy je u nás narozdíl od řady jiných zemí v praxi stále omezeno na poměrně úzký okruh bank, podílových fondů peněžního trhu a velkých podniků, existující systém SKD s poměrně vysokými poplatky za vedení účtu a vysoké jmenovité hodnoty krátkodobých dluhopisů rozšíření obchodování i na střední a menší ~~firmy s~~ krátkodobým přebytkem / hotovosti či dokonce na fyzické osoby dosud příliš nepřál a ani relativně nedávná změna jeho fungování na tom prozatím moc nezměnila
- dlouhodobé dluhopisy jsou vedeny v evidenci SCP (Střediska cenných papírů) – to má být nahrazeno Centrálním depozitářem cenných papírů na základě par. 100 a násl. zák. č. 256 / 2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, dosud se tak však nestalo

Převádí-li se zaknihovaný cenný papír, dochází k převodu vlastnictví v okamžiku zápisu na majetkový účet, a to buď účet vlastníka nebo účet zákazníka (který je veden pro osobu, která není vlastníkem investičních nástrojů evidovaných na tomto účtu a vede evidenci navazující na centrální evidenci) – par. 96 zák. o podnikání na kapitálovém trhu.

Koncepce Střediska pro cenné papíry, které od svého vzniku vedlo pouze koncové účty vlastníků cenných papírů a neumožňovalo vícestupňové registry běžné v zahraničí byla

a zůstává nestandardním prvkem našeho trhu se zaknihovanými dluhopisy a zaknihovanými cennými papíry vůbec. I vůči nové úpravě bylo vzneseno velmi mnoho kritických připomínek, vzhledem k tomu, že dosud nebyla uvedena v život je pravděpodobné že nedostatky úpravy budou postupně vyřešeny. Nedořešený přechod od Střediska pro cenné papíry k standardním systémům vypořádání a evidence zaknihovaných cenných papírů je ovšem nadále jedním z nejakutnějších problémů našeho kapitálového trhu. "ČNB nadále povede svou evidenci zákonem určených, dnes stále veskrze krátkodobých cenných papírů. Evidenci těchto cenných papírů zák. o podnikání na kapitálovém trhu označuje v par. 93 odst. 5 jako jednu ze samostatných evidencí investičních nástrojů. Odlišností nové právní úpravy oproti staré je konstrukce evidence zaknihovaných cenných papírů, která přestává být jednočlankovou. Centrální evidence vedená centrálním depozitářem nemá být ekvivalentem evidence vedené SCP neboť má být doplňována centrální evidencí navazující na tuto evidenci. Tuto navazující evidenci pak je oprávněna vést celá řada subjektů (obchodník s cennými papíry, investiční společnost, zahraniční depozitář, ČNB)" ³⁴

Pododdíl d) Sběrný dluhopis

Další možnou alternativu dluhopisům listinným a zaknihovaným představuje tzv. sběrný dluhopis.

Zde nejde v pravé podstatě o zvláštní druh dluhopisu, byť je takto v par. 35 zák. o dluhopisech označen. Podstatou sběrného dluhopisu je to, že namísto jednotlivých dluhopisů dané emise dluhopisů jakéhokoli druhu je vydán pouze jeden listinný dluhopis, který představuje souhrn dluhopisů dané emise, tedy tzv. sběrný dluhopis. Počet upsaných dluhopisů dané emise jedním vlastníkem představuje jeho podíl na sběrném dluhopisu. Vlastník podílu má všechna práva vlastníka dluhopisu. Sběrný dluhopis je vydán okamžikem, kdy je plně upsána emise dluhopisů, k niž je vydán a kdy je uložen podle par. 36 zák. o dluhopisech (tj u osoby oprávněné podle zák. 256 / 2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu k vedení samostatné evidence). Tento paragraf

³⁴ Pauly, Jan: Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry, Právník č. 8 / 2005, str. 859, Praha 2005

stanoví také vedení evidence vlastníků jednotlivých dluhopisů. Sběrný dluhopis je ve společném vlastnictví vlastníků podílů na sběrném dluhopisu, neuplatní se zde však obecná úprava spoluvlastnictví v občanském zákoníku. Jde vlastně o určitou praktickou alternativu či faktickou obdobu zaknihovaného cenného papíru, sběrný dluhopis jako takový je sice listinný, ale důležité pro vlastnictví jednotlivých podílů na sběrném dluhopisu jsou zápisy v evidenci vlastníků. Vlastník podílu může tento podíl převést, účinky nastanou zápisem do evidence obdobně jako je tomu u cenných papírů zaknihovaných.

Oddíl 7. Zvláštní druhy dluhopisů

Náš zákon o dluhopisech ve své části druhé uvádí tyto zvláštní druhy dluhopisů:

- státní dluhopisy a dluhopisy ČNB
- komunální dluhopisy
- hypoteční zástavní listy
- vyměnitelné a prioritní dluhopisy
- podřízené dluhopisy
- sběrný dluhopis

O státních dluhopisech, komunálních dluhopisech a dluhopisech ČNB, jakož i o dluhopisech podřízených a sběrných již bylo pojednáno výše, zde tedy bude pojednáno již jen o zbylých druzích.

Pododdíl a) Hypoteční zástavní listy, asset-backed securities

Jde o jedinou formu tzv. asset-backed securities upravenou naším zákonem. Emitentem může být pouze banka se zvláštním povolením, dluhopisy obsahují označení hypoteční zástavní list. Jmenovitá hodnota dluhopisů je plně kryta pohledávkami z hypotečních úvěrů (tedy úvěrů krytých zástavním právem k nemovitosti na území států EU, resp. EHP, pro řádné krytí nesmí pohledávky z úvěrů převyšovat 70% zástavní hodnoty zastavených nemovitostí zajišťujících tyto pohledávky), popř. též náhradním krytím do výše 10% jmenovité hodnoty dluhopisů (hotovostí, vklady u centrálních bank zemí EU, EHP, resp. u ECB, státními dluhopisy států EU, EHP, dluhopisy ČNB a ECB), dluhopisy finančních institucí založených mezinárodní smlouvou, kde je smluvní stranou i ČR), o tomto krytí banka musí vést evidenci. Jak již bylo zmíněno výše, hypoteční zástavní listy požívají zvýhodnění v případě konkursu, kdy pro ně neplatí omezení odděleného uspokojení pouze ze 70% výtěžku. V ostatním platí obecná úprava dluhopisů.

Asset-backed securities představují stále rostoucí část trhu s dluhopisy na vyspělých kapitálových trzích, s tím, jak se šíří proces tzv. sekuritizace, tedy rostoucí role trhů cenných papírů na financování společností. Podstatou asset-backed securities je shromáždění určitého portfolia podkladového aktiva, kterým mohou být hypoteční úvěry, spotřebitelské úvěry, pohledávky z leasingových smluv, exportní pohledávky, běžné pohledávky společností. Toto portfolio složené často z tisíců jednotlivých poskytnutých úvěrů či pohledávek je pak zpravidla vyčleněno do samostatné právnické osoby (special purpose vehicle), rozděleno na různé tranše, které mají různé charakteristiky, pokud jde o riziko, výnos, splatnost atd. a poté tato právnická osoba vydá dluhopisy v těchto tranších, které se podílí přesně vymezeným způsobem na peněžních prostředcích ze splácení jednotlivých pohledávek či úvěrů, emisní podmínky zpravidla vymezují možnost předčasného splácení dluhopisů emitentem v případě předčasného splácení podkladových pohledávek. Tyto pohledávky jsou v prospěch majitelů dluhopisů též zastaveny, původní věřitel pohledávek (banka, leasingová společnost, poskytovatel spotřebitelských půjček) tyto pohledávky dále spravuje a zpravidla i ručí za to, že objem nesplacených pohledávek nepřekročí určitou mez,

pohledávky samy jsou často zajištěny např. zástavními právy. V praxi zejména v USA se vyskytuje nepřeberné množství variant těchto dluhopisů. Výhodou je rychlejší získání peněžních prostředků ze strany bank či podnikatelů a nižší nároky na jejich kapitál, investorům se zase nabízí investice do zpravidla poměrně bezpečných cenných papírů s jinými charakteristikami než ostatní dluhopisy.³⁵

Pododíl b) Vyměnitelné a prioritní dluhopisy

Úprava je obsažena jak v zákoně o dluhopisech (par. 33), tak zejména v Obchodním zákoníku (zejm. par. 160 OBZ, ve spojitosti s par. 204a a 207 OBZ). Úprava v našem právu je velmi úzká a neposkytuje tak širokou škálu možností pro emitenty jako jiné právní řády (např. právo francouzské), což omezuje praktickou využitelnost tohoto jinak poměrně oblíbeného nástroje financování v zahraničí. Zároveň jsou stanoveny poměrně přísné podmínky pro vydání těchto dluhopisů.

Vyměnitelné (za akcie emitenta) a prioritní dluhopisy může akciová společnost vydat pouze pokud to umožňují stanovy a na základě rozhodnutí valné hromady (dvoutřetinovou většinou hlasů přítomných akcionářů), která také musí schválit podmíněné zvýšení základního jmění, a to nejméně dvoutřetinovou většinou hlasů přítomných akcionářů každého druhu akcií (par. 186 odst. 2 OBZ ve spojitosti s par. 207 OBZ). Akcionáři společnosti přitom mají přednostní právo na získání vyměnitelných a prioritních dluhopisů, toto přednostní právo může být omezeno či vyloučeno jen v důležitém zájmu společnosti a to většinou tří čtvrtin hlasů přítomných akcionářů každého druhu akcií (par. 186 odst. 4 OBZ). Vydat tyto dluhopisy, které by byly nabídnuty externím investorům neakcionářům na kapitálovém trhu je tak pro české akciové společnosti velmi obtížné. Obchodní zákoník stanoví náležitosti usnesení valné hromady o vydání vyměnitelných a prioritních dluhopisů i usnesení valné hromady o podmíněném zvýšení základního kapitálu.

³⁵ Fabozzi, Frank J. :Fixed Income Analysis for the CFA program str. 93, 389 a násl.

Podstatou vyměnitelného dluhopisu je právo jeho majitele žádat buď výplatu jmenovité hodnoty k datu splatnosti anebo ve stanovené době požádat o výměnu tohoto dluhopisu za jiné dluhopisy nebo akcie téhož emitenta. V praxi se vyskytují převážně dluhopisy vyměnitelné za akcie emitenta dluhopisu a to zejména u společností, jejichž akcie jsou obchodovány na regulovaných trzích (ze společností obchodovaných na Burze cenných papírů Praha vydaly vyměnitelné dluhopisy společnosti Orco Property Group a ECM, obě jsou ale založeny podle lucemburského práva), obchodovatelnost akcií na regulovaných trzích ale není podmínkou právní, spíše ekonomickou (o výměnu za jiné akcie není zpravidla mezi investory takový zájem).

Podstatou dluhopisu prioritního je to, že vedle dluhopisu, který musí být splacen v době splatnosti a poskytuje majiteli výnos, obdrží investor ještě právo na přednostní upisování akcií emitenta. Jde o samostatně převoditelné právo, které může být odděleno do opčního listu. Není samozřejmě vyloučen ani zápočet závazku majitele dluhopisu splatit jmenovitou hodnotu a emisní ážio upsaných akcií a závazku emitenta splatit dluhopis v době jeho splatnosti, musí však být při tom dodržen postup podle par. 163 odst. 3 OBZ (zde v souvislosti s par. 207 OBZ, s takovým postupem by musela tedy souhlasit již valná hromada rozhodující o podmíněném zvýšení základního kapitálu).

Výhodou těchto dvou druhů dluhopisů je zpravidla nižší placený výnos z dluhopisu, který je kompenzován pro investory právě právem na výměnu či úpis zpravidla akcií. Emitent také může později získat trvalý kapitál díky vydání nových akcií, pokud se majitelé dluhopisů rozhodnou své právo na výměnu resp. prioritní právo na úpis uplatnit. Je-li zachováno přednostní právo stávajících akcionářů na nabytí těchto dluhopisů, nedochází ani ke změně jejich vlastnických podílů ve společnosti.

Kapitola V Současná právní úprava ve světle potřeb emitentů dluhopisů

Právní úprava by se měla snažit zmírnit výše uvedené nevýhody financování prostřednictvím dluhopisů (tedy zejména časovou, administrativní a finanční náročnost emise a obtížnost změn emisních podmínek v případě potřeby) a usnadnit tak přístup emitentů na kapitálový trh, při současném zajištění dostatečné ochrany investorů.

Současnou právní úpravu je v tomto směru možné hodnotit poměrně příznivě, představuje zlepšení oproti předchozímu právnímu stavu.

Za pozitiva je podle mého názoru možné vyzdvihnout:

- 1) Opuštění původního povolovacího systému, kdy podle legislativy platné v 90. letech ministerstvo financí posuzovalo, zda emitent je schopen prokázat návratnost požadované emise a zda emise není v rozporu s potřebami finančního trhu. Investoři jsou schopni s pomocí ratingových agentur posoudit schopnost emitenta splácet sami, pokud je jim zajištěn dostatek informací, navíc žádné podobné schvalování neexistuje u úvěrů, které jsou ekvivalentní formou financování. Posuzování vhodnosti emise z hlediska finančního trhu pak bylo v rámci diskreční pravomoci ministerstva bez přesně daných kritérií. Za povolení se navíc vybíral vysoký poplatek 1% z celkového objemu emise³⁶. Podle současné právní úpravy schvaluje ČNB pouze emisní podmínky a to pouze z hlediska, zda obsahují všechny zákonem požadované náležitosti (ty jsou zákonem přesně vymezeny). Povolovací systém v původní podobě zůstal zachován u dluhopisů komunálních (viz výše), což je patrně důvodem jejich malého výskytu v ČR oproti jiným zemím. Jinak dnes podléhají schválení jen emisní podmínky popř. prospekt a to jen z hledisek v zákoně uvedených (zejména toho, zda tyto dokumenty obsahují všechny náležitosti dle zákona)
- 2) Stanovení pevných lhůt pro schválení emisních podmínek (ČNB musí rozhodnout o emisních podmínkách do 60 dnů od doručení popř. doplnění

³⁶ Musílek, P.: Finanční trhy, instrumenty, instituce a management, str. 350

žádosti, jinak nastupuje fikce jejich schválení – par. 8 zák. č. 190 / 2004 Sb.) a prospektu, kde jsou lhůty vlivem evropského práva mimořádně krátké (10 – 20 dnů – par. 36c zák. č. 256 / 2004 Sb.). Tím se do značné míry snižuje nevýhoda emise dluhopisů oproti úvěru spočívající v delší časové náročnosti.

- 3) Ustanovení, že prospekt dluhopisu a emisní podmínky mohou tvořit jeden dokument a mohou být schvalovány společně (par. 7 odst. 3 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Pokud tomu tak je, platí pro schválení kratší lhůty pro schválení prospektu (par. 8 odst. 1 zák. č. 190 / 2004 Sb. ve spojitosti s par. 36c zák. č. 256 / 2004 Sb.). Tím se snižuje zbytečná administrativní zátěž emitenta při vydávání dluhopisu a časová prodleva, informační obsah pro investory je přitom zachován.
- 4) Zákaz omezení převoditelnosti dluhopisu (par. 5 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Tím se vyzdvihuje role dluhopisu jako cirkulačního cenného papíru a zlepšuje postavení investorů.
- 5) Dostatečně volná formulace možných způsobů výnosu z dluhopisu (jde o příkladný výčet - arg. "zejména" v par. 16 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Tím jsou umožněny různé finanční inovace, ke kterým na vyspělých kapitálových trzích dochází prakticky neustále a nelze je v právní úpravě předvídat. Dluhopisy tak mohou být vydávány flexibilně podle potřeb emitenta a ochoty investorů je kupovat.
- 6) Dostatečně pružná formulace vydávání dluhopisů – je možné vydat nižší či vyšší objem emise podle aktuální poptávky investorů na trhu, je možné vydávat dluhopisy postupně v několika emisích na základě jediného schválení emisních podmínek v rámci dluhopisového programu (viz par. 11 a par. 13 – 14 zák. č. 190 / 2004 Sb.), i jedinou emisí je možné vydat postupně v několika tranších. Dluhopis může vydávat emitent sám nebo k vydání může využít investičních služeb obchodníka s cennými papíry a to ve všech výše uvedených variantách běžných na vyspělých kapitálových trzích (par. 15 zák. č. 190 / 2004 Sb.).

Emisní kurs může být stanoven až po schválení emisních podmínek, je-li v nich uveden alespoň způsob stanovení

- 7) Úprava schůze vlastníků a společného zástupce vlastníků dluhopisů (par. 21 – 24 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Tato úprava v minulosti citelně chyběla. Pro emise dluhopisů je typické jejich rozptýlení mezi široký okruh investorů, což velmi komplikovalo až znemožňovalo dohodu o změnách emisních podmínek nebo postup pro případ přeměn emitenta. To značně znevýhodňovalo emise dluhopisů oproti úvěrům, tato nevýhoda přesto nezmizela úplně (o tom bylo pojednáno již výše, změna emisních podmínek podléhá i schválení ze strany ČNB).
- 8) Poměrně široká možnost volby ze strany emitenta ohledně podoby cenného papíru a způsobu jeho evidence. Emitent má volbu mezi listinným dluhopisem na doručitele, listinným dluhopisem na jméno (tam musí vést seznam vlastníků dle par. 4 zák. č. 190 / 2004 Sb.), imobilizovanou emisí listinných dluhopisů, vydáním sběrného dluhopisu jako jediného listinného cenného papíru a emisí zaknihovaných dluhopisů. Jiné právní řády mnohdy tak širokou možnost výběru neposkytují (sílí tendence k povinné dematerializaci – např. Francie, resp. k omezení cenných papírů na doručitele – např. USA). U nás emitent může volit podle svých potřeb (viz par. 2 odst. 2 a par. 35 zák. č. 190 / 2004 Sb., par. 3 a par. 38 zák. č. 591 / 1992 Sb.). U zaknihovaného cenného papíru na jméno odpadá redundantní povinnost emitenta vést seznam vlastníků (nahrazuje ho seznam osoby oprávněné k vedení evidence zaknihovaného cenného papíru – par. 4 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Tento bod je kladem právní úpravy pouze z hlediska emitenta popř. majitele dluhopisů, výhody zaknihovaných dluhopisů z hlediska ochrany před praním špinavých peněz, daňovými úniky, podvody na kapitálových trzích jsou zřejmé a odůvodňují výše uvedenou tendenci na vyspělých kapitálových trzích k restrikci této volby.
- 9) Diferenciace povinností emitentů podle toho, komu dluhopisy nabízejí, a tedy podle intenzity potřeby chránit investory a zajistit jim přístup k informacím. Tím se omezuje administrativní náročnost pro emitenta tehdy, když není nezbytně

nutná. Základní povinností je vypracovat, nechat schválit ČNB a uveřejnit emisní podmínky. Již tato povinnost uveřejnit emisní podmínky je zmírněna pro ty emitenty, kteří nenabízí dluhopisy veřejně (par. 10 odst. 1 zák. č. 190 / 2004 Sb.). Další povinností, která dopadá na emitenty nabízející dluhopisy veřejně nebo pokud žádají o jejich uvedení na regulovaný trh, je povinnost vyhotovit, nechat schválit ČNB a uveřejnit prospekt. Zákon z této povinnosti vyjímá nabídku dluhopisů určenou výhradně tzv. kvalifikovaným investorům nebo omezenému okruhu osob (kvalifikovaných investorů bez omezení plus ne více než 100 dalších investorů z každého státu EU), respektive případy, kdy minimální investice jednoho investora nebo jmenovitá hodnota či cena za kus je alespoň 50000 EUR (par. 35 zák. č. 256 / 2004 Sb.). Tito investoři totiž mají zpravidla možnost díky velikosti své investice získat informace jinak než z prospektu. Dále jsou vyňaty dluhopisy opakovaně emitované bankami, které představují alternativu vkladů obyvatelstva a jsou kryty pojištěním vkladů nebo nepřesahují celkem 50 mil. Eur během 12 měsíců (par. 34 odst. 3 bod e), f) zák. č. 256 / 2004 Sb.). Povinnost prospektu se nevztahuje ani na malé emise dluhopisů, kde by představovala neúměrnou zátěž emitenta (do 200000 Eur za 12 měsíců (par. 34 odst. 3 bod g) zák. č. 256 / 2004 Sb.).

- 10) Sjednocení dohledu v ČR u České národní banky a převzetí evropské právní úpravy ohledně přeshraničních emisí v rámci EU. Právním domovského státu se řídí informační povinnosti emitenta, platí také jednotný pas pro emitenty, tj. prospekt schvaluje jen regulátor trhu cenných papírů domovského státu, ostatní musí prospekt uznat na základě pouhé notifikace (to usnadňuje emise na více trzích současně). Prospekt se vydává v jazyce domovského státu, v případě uvádění na další trhy pak i v jazyce hostitelských států nebo pouze v angličtině. To představuje značné ulehčení postavení emitenta a nepochybně přispěje k růstu počtu duálních kotací na trzích různých zemí EU.

Mezi nedostatky současné právní úpravy, které rozvoj trhu s dluhopisy brzdí, je podle mého názoru možno uvést:

1) Za základní nedostatek je možno stále uvést současné fungování systémů evidence zaknihovaných cenných papírů. Existence dvou systémů v případě dluhopisů (SKD a SCP) je nadbytečná. Systém krátkodobých dluhopisů ČNB se teprve po novele od roku 2005, která upravila custodianské účty, otevřel investování širší veřejnosti, do té doby bylo obchodování omezeno na několik bank a fondů peněžního trhu. Přitom v zahraničí podnikatelé běžně ukládají dočasně volné peněžní prostředky do krátkodobých dluhopisů (např. v USA do treasury bills), spíše než do banky. Pokud jde o Středisko cenných papírů, odlišnosti této právní úpravy a její nedostatky byly takového rázu, že již byla nahrazena v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu v jeho části sedmé komplexní budoucí úpravou evidence investičních nástrojů, která upravuje centrální evidenci (vedenou centrálním deponitářem cenných papírů a to včetně cenných papírů dosud vedených v evidenci ČNB), evidenci navazující na centrální evidenci a samostatnou evidenci a umožňuje oddělit vlastní a klientský majetek. Proti původnímu znění této právní úpravy bylo vzneseno mnoho výhrad³⁷, nicméně je jasné, že Česká republika urgentně potřebuje změny v systému vypořádání a evidence zaknihovaných cenných papírů směrem ke standartům běžným ve vyspělých zemích, což Středisko cenných papírů od počátku neplnilo. Změněná právní úprava dosud nebyla realizována v praxi, zahájení fungování centrálního deponitáře se stále odkládá. "Česká republika se vymyká z řady ostatních evropských zemí tím, že zde neexistuje jedna instituce plnící funkci registru cenných papírů a zároveň provádějící jejich vypořádání"³⁸. Současný systém evidence a vypořádání cenných papírů je vnímán jako vůbec největší nedostatek fungování českého kapitálového trhu.

2) Dalším nedostatkem je nedostatečná a zároveň příliš rigidní úprava zvláštních druhů dluhopisů. S výjimkou hypotečních zástavních listů, které mají velmi specifickou úpravu, v našem právu nenajdeme úpravu asset-backed securities. Ty by si vzhledem ke své povaze a rozšířenosti v zahraničí specifickou úpravu

³⁷ viz: Pelikánová, Irena, Dědič Jan, Čech, Petr: Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu – ostuda české legislativy i vážná hrozba, čas. Právní zpravodaj č. 1/2004, str. 11

³⁸ Šimáček, Milan, Jak zlepšit české tržní prostředí?, časopis Euro, č. 3 / 2007

zasloužily (jako tzv. pass-through securities jsou velmi rozšířeny zejména v USA, kdy různá portfolia pohledávek nejen z úvěrů hypotečních, ale i např. ze spotřebitelských úvěrů, exportního financování ap. jsou vyčleněna nejčastěji do speciální společnosti, která pak vydá své dluhopisy). Alespoň rámcovou úpravu by si patrně zasloužily i různé strukturované produkty nabízené bankami.

- 3) Rovněž úpravu vyměnitelných a prioritních dluhopisů je nutné hodnotit jako příliš úzkou a neodpovídající potřebám podnikatelů, jiné evropské právní řády obsahují úpravu podstatně rozsáhlejších možností a variant tohoto typu financování. U tohoto typu dluhopisů je navíc podmínkami v obchodním zákoníku pro rozhodování na valné hromadě značně ztíženo jejich vydávání v případě, že mají na jejich základě být vydány akcie (vysoké kvórum na valné hromadě, hlasování po jednotlivých druzích akcií - pokud má být vyloučeno přednostní právo k upisování roste vyžadovaná většina na valné hromadě na $\frac{3}{4}$ hlasů přítomných akcionářů u každého druhu akcií), postup při zvyšování základního jmění je přitom v praxi v České republice nadále poměrně zdouhavý, oproti praxi zemí, kde kapitálový trh dlouhodobě dobře funguje. V rámci finančních inovací jsou na vyspělých trzích oblíbeny i dluhopisy, které umožňují výměnu do komodit (zejm. zlato, ropa) nebo výměnu za jiné akcie, než akcie emitenta (pokud je má emitent v majetku, často např. akcie dceřinné společnosti), naše právo připouští pouze výměnu za jiné dluhopisy nebo jiné akcie téhož emitenta, právní úprava je tedy podstatně užší.
- 4) I když formulace např. výnosu z dluhopisu je dnes již jen příkladná, přesto je otázkou zda by podle našeho zákona o dluhopisech bylo možno vydat všechny finanční inovace, které se na vyspělých kapitálových trzích průběžně objevují, např. všechny tzv. strukturované produkty, které ne vždy za všech situací zaručují návratnost 100% investice. Zákon by měl vyžadovat především detailní vysvětlení výnosu dluhopisu a rizik s ním spojených v emisních podmínkách či prospektu, aby se investoři mohli na základě dostatku informací sami rozhodnout, zda je pro ně nabízený cenný papír dostatečně atraktivní.

- 5) Ačkoliv došlo od roku 2004 pod vlivem převzetí evropské právní úpravy ke zkrácení lhůt pro schválení prospektu i emisních podmínek, uskutečnění emise dluhopisů v ČR stále trvá delší dobu než na trzích v zahraničí, kde i tyto zkrácené lhůty nejsou v praxi regulátory čerpány a rozhodnutí je rychlejší. Rychlost je přitom velmi důležitým faktorem při rozhodování emitentů, zda si raději nevzít úvěr od banky.
- 6) Jako nedostatečnou je možno hodnotit právní úpravu ratingových agentur v jediném paragrafu (par. 193 zák. č. 256 / 2004 Sb.). Jde přitom o zcela klíčovou instituci pro investory do dluhopisů a ostatně i pro emitenty, jejichž úrokové náklady spojené s dluhopisy se přímo odvozují od výše jejich ratingu. Největší emitenti budou nadále používat služeb mezinárodních ratingových agentur, vznik a důvěryhodnost domácích ratingových agentur je ale klíčovým prvkem pro přístup i středně velkých podniků na kapitálový trh.
- 7) Úprava dozoru ze strany ČNB a sankcí je roztržena do řady zákonů a je nepřehledná. Nedošlo k uvažované kodifikaci úpravy celé materie cenných papírů, jak bylo původně avizováno, úprava zůstává roztržena v řadě zákonů s poměrně komplikovanými vzájemnými vazbami.
- 8) V České republice nadále prakticky nefunguje samoregulace na kapitálovém trhu (s výjimkou předpisů regulovaných trhů), když v řadě vyspělých zemí je rozsáhlá část detailnější regulace zajištěna prostřednictvím samosprávných orgánů účastníků podnikání na kapitálovém trhu.
- 9) Brzdou rozvoje trhu s dluhopisy podnikatelských subjektů v ČR zůstává i neuskutečněná penzijní reforma a z toho vyplývající slabá role penzijních fondů na českém kapitálovém trhu (oproti např. Polsku), jakož i vysoké deficity státního rozpočtu ČR, vedoucí k velkým emisím státních dluhopisů.

Literatura

DĚDIČ, JAN a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*, nakl. Prospektrum, Praha 2000

DĚDIČ, JAN, ŠVARC, ZBYNĚK a kol. *Učebnice práva pro ekonomy*, nakl. Prospektrum, Praha 1994

PELIKÁNOVÁ, IRENA a kol. *Obchodní právo 2. díl*, druhé vydání, nakl. Kodex Bohemia, Praha 1998

ČERNÁ, STANISLAVA: *Obchodní právo 3. díl*, nakl. ASPI, Praha 2006

FABOZZI, FRANK, J. *Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program*, New Hope, Pennsylvania, USA, 2000, Association for Investment Management and Research

DĚDIČ, JAN, ČECH, PETR *Obchodní právo po vstupu ČR do EU*, nakl. RNDr. Ivana Hexnerová – BOVA POLYGON, Praha 2005

ČECH, PETR *Sjednocen dohled nad finančním trhem, roztříštěnost úpravy ale přetrvává*, čas. Právní zpravodaj, č. 4 / 2006, Praha 2006, str. 6

SCHOLZ, PETR *Další fáze reformy dozoru nad finančním trhem*, čas. Právo a podnikání, č. 6 / 2005, Praha 2005

RATNER, DAVID L., HAZEN, THOMAS LEE *Securities Regulation – Cases and Materials*, Fifth Edition, St. Paul, USA, 1996, nakl. West Publishing Co.

MUSÍLEK, PETR *Finanční trhy: instrumenty, instituce a management (I a II díl)*, Praha 1996, VŠE

COX, JAMES D., HILLMANN ROBERT W., LANGEVOORT, DONALD C. *Securities Regulation: Cases and Materials*, USA 1991, nakl. Little, Brown and company

TEPPER, TOMÁŠ, KÁPL, MARTIN *Peníze a vy*, Praha 1994, nakl. Prospektrum

PAULY, JAN *Jak (ne)mají být napříště zaknihovány cenné papíry*, čas. Právník č. 8 / 2005, Praha 2005, , str. 859

PELIKÁNOVÁ, IRENA, DĚDIČ, JAN, ČECH, PETR *Vládní návrhy zákonů o kapitálovém trhu : ostuda české legislativy i vážná hrozba*, čas. Právní zpravodaj č. 1/2004, Praha 2004, str. 11

ŠIMÁČEK, MILAN *Jak zlepšit české tržní prostředí?*, čas. Euro, č. 3 / 2007, Praha 2007, str. 58

PIHERA, VLASTIMIL *Technická novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu*, čas. Právní rádce (cit. z [online] pravniradce.ihned.cz, 26.1. 2006)

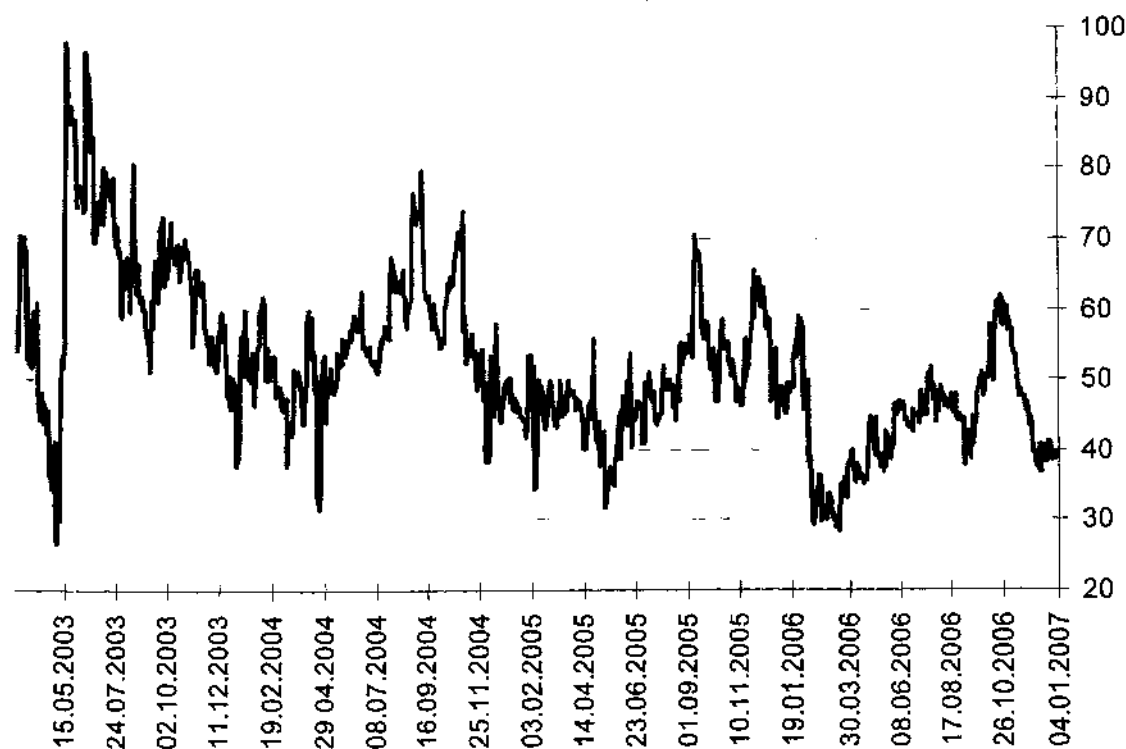
Pozn: Prameny v anglickém jazyce jsou citovány ve volném překladu autora této diplomové práce.

Příloha č. 1 – Ratingové škály nejvýznamnějších světových ratingových agentur a vývoj tzv. credit spreadu v poslední době

Moody's	Standard&Poor's	Fitch	Popis
Investiční stupeň – vysoká úvěrová důvěryhodnost emitenta			
Aaa	AAA	AAA	Špičkový emitent, maximální jistota
Aa1	AA+	AA+	Vysoký stupeň, vysoká kvalita emitenta
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Nadprůměrný až průměrný stupeň
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Podprůměrný stupeň
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Spekulativní stupeň – nízká úvěrová důvěryhodnost emitenta			
Ba1	BB+	BB+	Nízký stupeň, spekulativní
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1		B+	Značně spekulativní
B2	B	B	
B3		B-	
Zcela spekulativní stupeň, vysoké riziko nebo emitent již nesplácí			
Caa	CCC+, CCC	CCC+, CCC	Vysoké riziko, špatná situace emitenta
Ca	CC	CC	Vysoce spekulativní, emitent může brzy přestat splácet
C	CC	CC	Extrémně spekulativní
	CI		Emitent nevyplácí úrok
		DDD	
	D	DD	Emitent není schopen splácet
		D	

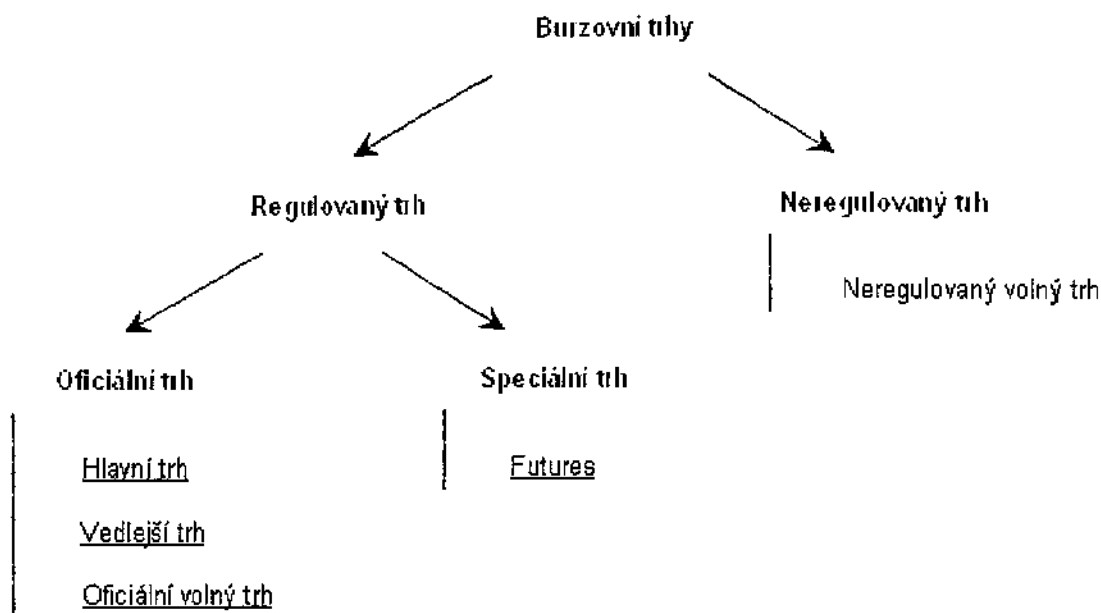
Rozdíl mezi úrokovou sazbou (výnosem) u nejkvalitnějších dluhopisů (zpravidla státních dluhopisů nejvyspělejších zemí) a výnosy dluhopisů s horšími ratingy se označuje jako tzv. credit spread. Výše tohoto spreadu je v čase proměnlivá, výrazně roste pokud se investoři obávají ekonomické recese, protože v obdobích ekonomického poklesu prudce roste počet společností, které se dostanou do problémů se splácením svých závazků. V posledních několika letech došlo celosvětově ke snížení těchto credit spreadů, investoři tedy akceptují stále menší přidaný výnos za horší rating a tedy vyšší riziko nesplácení. To otevřelo přístup na kapitálový trh i finančně slabším emitentům a zvýšilo tak potřebu dostatečné regulace, aby měli investoři dostatek přesných informací o finanční situaci emitenta a aby se zabránilo podvodům. Následující graf ukazuje credit spread mezi dluhopisy s nejvyšším ratingem AAA a dluhopisy s ratingem BBB v USA v posledních letech (z grafu je patrné, že v posledních letech kolísá mezi 0,3 a 0,9%, v minulosti ale byl i podstatně vyšší):

US BBB vs US AAA (basis points)



Zdroj: finanční databáze Bloomberg, Fabozzi, Frank J., Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst Program, USA, 2000

Příloha č. 2 – Rozdělení trhů Burzy cenných papírů Praha



Burza cenných papírů Praha a.s. organizuje regulovaný trh s investičními nástroji. V souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu se regulovaný trh dělí na oficiální trh s cennými papíry a speciální trh s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry (tj. např. futures).

V rámci své kompetence člení burza pro větší transparentnost oficiální trh na další 3 segmenty - hlavní trh, vedlejší trh a oficiální volný trh. Hlavní a vedlejší trh jsou určeny pro objemově velké emise společností, které jsou ochotny průběžně poskytovat informace o svém hospodaření. Umístění své emise na tyto trhy je pro emitenta prestižní záležitostí. Oficiální volný trh je určený pro ostatní společnosti, které chtějí, aby jejich cenné papíry byly obchodovatelné na burze, ale zatím nesplňují stanovené požadavky prestižnějších trhů nebo nemají zájem o jiné burzovní trhy.

V souladu s § 40 zák.č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu může burza organizovat rovněž neregulovaný volný trh. Vytvořením podmínek pro tento trh rozšířením Burzovních pravidel reaguje burza na existující poptávku na kapitálovém trhu po segmentu, který není svázaný informační povinností a umožňuje umísťovat na českém trhu tituly případně i bez žádosti emitenta. Zákonnou podmínkou pro obchodování na neregulovaném volném trhu je uveřejnění prospektu emitenta cenného papíru.

Cenné papíry - počet emisí ke dni 26.1.2007

Oficiální trh	Akcie	Dluhopisy
Hlavní trh	10	28
Vedlejší trh	11	15
Oficiální volný trh	11	67
Celkem	32	110

Vývoj trhu s dluhopisy na Burze cenných papírů Praha:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Objemy obchodů (mld. Kč)	1024	959	1858	1596	1110	692	533	599
Počet emisí	95	94	84	74	81	79	96	110

Vidíme, že v poslední době dochází opět k nárůstu počtu emisí, což je pozitivní jev (pokles byl vyvolán zvýšenou konkurencí ze strany bank, které zvýhodnily podmínky svých úvěrů, privatizací českých podniků, které se stále častěji obracejí na zahraniční kapitálové trhy, popř. jsou přímo financovány zahraničními mateřskými společnostmi), objevuje se řada nových domácích emitentů. Vysoké objemy v letech 2001 – 2003 byly způsobeny zájmem zahraničních investorů před naším vstupem do EU, kdy docházelo k poklesu úrokových sazeb v ČR z důvodu vnímané nižší rizikovosti České republiky.

Zdroj: Burza cenných papírů Praha, www.pse.cz, statistické ročenky burzy