

UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE

PRÁVNICKÁ FAKULTA

Katedra národního hospodářství

Název diplomové práce:

**Financování podniku emisí dluhopisů**

Vypracoval: Zdeněk Bílý

Vedoucí diplomové práce: JUDr. Ing. Zdeněk Hraba

### Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma

"Financování podniku emisí dluhopisů"

jsem vypracoval samostatně.

Použitou literaturu uvádím v seznamu literatury.

V Praze, dne 12.2.2008

Podpis

A handwritten signature in black ink, appearing to be the initials 'BM' or similar, written in a cursive style.

## Poděkování

Děkuji panu JUDr. Ing. Zdeňkovi Hrabovi z Právnické fakulty Univerzity Karlovy v Praze za cenné rady a náměty, kterými mě inspiroval při zpracování této práce.

## OBSAH

ÚVOD .....	6
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK .....	7
1. ALTERNATIVNÍ FORMY FINANCOVÁNÍ PODNIKU .....	8
1.1 Financování podniku a finanční trhy .....	8
1.2 Bankovní úvěr .....	10
1.3 Obchodní úvěr .....	12
1.4 Leasing .....	13
1.5 Faktoring a forfaiting .....	14
1.6 Emise cenných papírů .....	16
1.7 Rizikový kapitál .....	18
1.8 Sekuritizace .....	19
1.9 Ostatní formy financování podniku .....	21
1.10 Daňová uznatelnost nákladů financování .....	23
2. OBECNÁ CHARAKTERISTIKA DLUHOPISŮ .....	25
2.1 Pojem a prameny právní úpravy dluhopisů .....	25
2.2 Náležitosti dluhopisů .....	27
2.3 Druhy dluhopisů .....	32
2.4 Schůze vlastníků dluhopisů .....	37
3. PROCES EMISE DLUHOPISŮ .....	39
3.1 Příprava emise dluhopisů .....	39
3.2 Umístění emise dluhopisů na regulovaný trh .....	49

3.3 Správa emise dluhopisů .....	54
3.4 Povinnosti emitenta kótovaných dluhopisů .....	54
4. SMLUVNÍ DOKUMENTACE V PROCESU EMISE DLUHOPISŮ .....	58
4.1 Smlouva o zajištění emise dluhopisů.....	58
4.2 Smlouva o upsání emise dluhopisů.....	60
4.3 Smlouva mezi upisovateli emise dluhopisů.....	64
4.4 Smlouva o správě emise dluhopisů.....	67
4.5 Právní posudky.....	71
ZÁVĚR.....	74
LITERATURA.....	76

## ÚVOD

Každý ekonomický subjekt musí řešit otázku, jakým způsobem bude financovat svoji činnost. Zdroje, které i velmi silné ekonomické subjekty vytvoří vlastní činností, nejsou zpravidla tak rozsáhlé, aby dokázaly plně pokrýt všechny finanční potřeby daného ekonomického subjektu. Financování ekonomických aktivit čistě z vlastních zdrojů je navíc neefektivní, protože cizí zdroje financování jsou levnější než vlastní zdroje financování, zaplacené úroky z cizích zdrojů snižují daňový základ a používání cizích zdrojů zvyšuje do určitého stupně zadlužení rentabilitu vlastních zdrojů. Ekonomické subjekty proto při financování své činnosti vstupují na finanční trhy, kde získávají většinu cizích zdrojů financování.

Cílem této diplomové práce je poskytnout základní informace o alternativních formách financování podniku a podrobně charakterizovat financování podniku prostřednictvím emise dluhopisů. Vedle samotného procesu emise dluhopisů je věnován prostor také náležitostem dluhopisů, jednotlivým druhům dluhopisů, smlouvám uzavíraným v souvislosti s emisí dluhopisů a regulatorním aspektům tohoto způsobu financování.

Předkládaný text nemá ambice podat vyčerpávající právní rozbor problematiky emise dluhopisů, ale zaměřuje se pouze na její významné právní aspekty, které dává do kontextu s ekonomickými principy. Výklad vychází z aplikace platného právního řádu České republiky a klade důraz na praktickou stránku této problematiky.

## **SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK**

CenP - Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech

DluhZ - Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

ObčZ - Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník.

ObchZ - Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

PKT - Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

# 1. ALTERNATIVNÍ FORMY FINANCOVÁNÍ PODNIKU

## 1.1 Financování podniku a finanční trhy

Legální definice podniku je v českém právu obsažena v § 5 odst. 1 ObchZ. Ten stanoví, že podnikem se pro účely obchodního zákoníku rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná a na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu (§ 5 odst. 2 ObchZ). V pojetí českého práva není podnik subjektem právních vztahů, ale je koncipován jako jejich objekt.

Ekonomická teorie definuje podnik jako samostatnou výrobně ekonomickou jednotku, jejímž primárním cílem je maximalizace zisku. Podobné pojetí zastává také judikatura Evropského soudního dvoru, která chápe podnik jako hospodářskou jednotku, jejímž cílem je vykonávat hospodářskou činnost.

V této práci se přikloníme k pojetí podniku v tom smyslu, jak ho vnímá Evropský soudní dvůr a ekonomická teorie a podnikem budeme rozumět hospodářskou jednotku soukromoprávní povahy, která není finanční institucí ve smyslu § 1 odst. 6 zákona č. 61/1996 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti<sup>1</sup>.

Pojem financování můžeme chápat v širším a užším smyslu. V širším smyslu financováním rozumíme komplex vzájemně provázaných činností zahrnující finanční analýzu (hodnocení finančního zdraví podniku), finanční plánování (plánování výnosů, nákladů, zisku, cash flow, struktury aktiv a způsobů jejich financování), řízení a financování pracovního kapitálu (zásob, pohledávek a závazků), řízení krátkodobých přebytků a schodků likvidity a efektivní provádění platebního styku, investiční rozhodování, optimalizaci kapitálové struktury (získávání finančních zdrojů a rozhodování o podílu krátkodobých a dlouhodobých a vlastních a cizích zdrojů financování), dividendovou politiku, oceňování podniku a fúze a akvizice. V následujícím textu budeme financování chápat v užším smyslu jako pouhé získávání finančních zdrojů.

Financováním podniku budeme tedy rozumět způsoby, jakými podnik jako hospodářská jednotka soukromoprávní povahy, která není finanční institucí, získává finanční zdroje potřebné pro svoji činnost.

---

<sup>1</sup> Podle tohoto zákona se finančními institucemi rozumí banky, investiční společnosti a investiční fondy, penzijní fondy, obchodník a organizátor trhu s cennými papíry, pojišťovny, středisko cenných papírů a jiné právnické nebo fyzické osoby provozující herny, kasína, sázkové kanceláře, dražby mimo exekuci, obchody s nemovitostmi, finanční pronájem nebo finanční činnosti.



Zdroje financování podniku můžeme třídit podle různých kritérií. Podle vlastnického původu finančních zdrojů podniku rozlišujeme vlastní a cizí zdroje financování. Za vlastní zdroje financování považujeme takové zdroje, které do podniku vložili jeho vlastníci, a zdroje, které podnik svou ekonomickou činností vyprodukoval. Vlastní zdroje financování tvoří základní kapitál, kapitálové fondy (např. emisní ážio), rezervní fondy vytvářené ze zisku, nerozdělený zisk minulých účetních období a zisk běžného účetního období.

Jako cizí zdroje financování označujeme ty zdroje, které představují závazky daného podniku vůči různým skupinám věřitelů. Jedná se o závazky vzniklé z titulu přijatého bankovního úvěru, emitovaného dluhopisu, půjčky poskytnuté jiným podnikatelským subjektem (např. půjčka poskytnutá mateřskou společností dceřině společnosti), uzavřené leasingové smlouvy, daňové závazky, závazky z pojistného na zdravotní pojištění, sociální zabezpečení a příspěvku na státní politiku zaměstnanosti, závazky vůči zaměstnancům a dodavatelům apod.

Podle doby splatnosti rozeznáváme krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé zdroje financování. Krátkodobé finanční zdroje jsou zdroje s dobou splatnosti do jednoho roku. Většina krátkodobých zdrojů má charakter cizích zdrojů (krátkodobé bankovní úvěry, závazky vůči státu, zaměstnancům a dodavatelům). Střednědobé finanční zdroje jsou zdroje s dobou splatnosti do pěti let. Mezi tyto zdroje řadíme střednědobé bankovní úvěry a dluhopisy a leasing. Dlouhodobé finanční zdroje jsou zdroje s dobou splatnosti nad pět let. Do této kategorie spadají dlouhodobé bankovní úvěry a dluhopisy a základní kapitál, který představuje zdroj financování s nejdelší dobou splatnosti. K jeho splatnosti dochází až při zániku společnosti likvidací.

Podle toho, jaký druh činnosti a jaký typ aktiv zdroje financují, rozlišujeme provozní a investiční zdroje financování. Zásobování, výroba, výplata mezd, platby daní, marketingové aktivity, distribuce, úhrada energií apod. jsou činnosti, které podnik vykonává denně nebo alespoň velmi pravidelně. Jejich financování pokrývají provozní zdroje financování, které mají charakter krátkodobých a střednědobých zdrojů financování (např. kontokorentní úvěr).

Investiční aktivity jako nákup nových technologií, rozšíření výrobních prostor, fúze a akvizice jsou naopak realizovány nepravidelně nebo v delším časovém horizontu a jsou financovány z dlouhodobých zdrojů (např. kombinace leasingu a navýšení základního kapitálu). Z účetního pohledu slouží investiční financování k financování fixních (dlouhodobých) aktiv zatímco provozní financování k financování oběžných (krátkodobých) aktiv.

Podle toho, zda jde o zdroje financování vytvořené podnikem při jeho ekonomické činnosti nebo o zdroje, které do podniku přicházejí od jiných osob, rozlišujeme interní a externí zdroje

financování. Interní zdroje představují rezervní fondy vytvářené ze zisku, nerozdělený zisk minulých účetních období, zisk běžného účetního období a odpisy. Mezi externí zdroje financování řadíme základní kapitál, který byl do společnosti vložen při jejím založení, navýšení základního kapitálu, které probíhá jinak než z vlastních zdrojů společnosti, emisní ážio a všechny cizí zdroje financování. Externím zdrojům financování jsou věnovány následující kapitoly.

Externí zdroje financování si firmy opatřují na finančních trzích. Finanční trhy můžeme charakterizovat jako místo, kde se setkává nabídka finančních zdrojů, kterou tvoří přebytkové subjekty, s poptávkou po finančních zdrojích generovanou deficitními subjekty. Přebytkové subjekty disponují větším objemem finančních zdrojů, než momentálně potřebují. Deficitním subjektům se naopak potřebných finančních zdrojů v daném okamžiku nedostává a snaží se je na finančních trzích za přijatelnou cenu, v potřebném objemu a s potřebnou splatností získat.

Přesun kapitálu od přebytkových subjektů (věřitelé) k deficitním subjektům (dlužníci) zajišťují na finančních trzích finanční zprostředkovatelé. Jako finanční zprostředkovatelé vystupují zejména banky, pojišťovny, investiční společnosti, různé fondy, úvěrová družstva, leasingové, faktoringové a forfaitingové společnosti.

Financování podniku může na finančních trzích probíhat také bez účasti finančních zprostředkovatelů přímo mezi subjektem nabízejícím finanční zdroje a subjektem poptávajícím finanční zdroje. Přímé financování je obvykle založeno na cenných papírech (nejčastěji se jedná o dluhopisy a akcie), které emitují ti, kdo potřebují kapitál získat a nakupují ti, kdo svůj volný kapitál chtějí investovat. Pro evropské kontinentální finanční trhy, na kterých hlavní roli ve financování podniků hrají univerzální banky poskytováním úvěrů, se s přímým financováním bez účasti finančních zprostředkovatelů setkáváme relativně málo.

Významný rozdíl mezi přímým a nepřímým financováním je v tom, že při přímém financování není riziko věřitele diverzifikované, protože je spojené pouze s jedním dlužníkem, zatímco věřitel investující prostřednictvím finančního zprostředkovatele má riziko rozložené do různých instrumentů a na relativně velké množství dlužníků.

## **1.2 Bankovní úvěr**

Bankovní úvěr patří k nejvýznamnějším instrumentům financování podniků. Prostřednictvím bankovního úvěru banka dlužníkovi zapůjčuje určitý objem peněžních prostředků na stanovenou dobu a dlužník se zavazuje poskytnuté peněžní prostředky vrátit a zaplatit úroky.

Banky poskytují celou řadu odlišných druhů úvěrů. Prvním kritériem třídění bankovních úvěrů je doba splatnosti úvěru. Podle tohoto kritéria rozlišujeme krátkodobé úvěry se splatností do jednoho roku, střednědobé úvěry, u kterých se doba splatnosti pohybuje od jednoho roku do pěti let, a úvěry dlouhodobé se splatností nad pět let. Pro příjemce úvěru je splatnost úvěru důležitá proto, že je jedním z faktorů finanční stability podniku. Dlouhodobé úvěry by v kombinaci s vlastními zdroji měly být používány k financování fixních aktiv. Krátkodobé a střednědobé úvěry by měly být využívány k financování oběžných aktiv a jako rezerva pro udržování potřebné likvidity.

Dlouhodobé úvěry se označují jako investiční, protože jsou obvykle poskytovány na nákup investičního majetku (strojů a nemovitostí). O krátkodobých a střednědobých úvěrech, které většinou slouží k financování oběžných aktiv, mluvíme jako o provozních úvěrech.

Druhým důležitým aspektem splatnosti bankovních úvěrů je jejich cena. Čím delší je doba splatnosti úvěru, tím větší úvěrové riziko<sup>2</sup> na sebe banka bere, což činí za jinak stejných okolností z dlouhodobých úvěrů méně dostupný a dražší zdroj financování ve srovnání s krátkodobými úvěry.

Další hledisko pro třídění bankovních úvěrů představuje jejich dělení na úvěry peněžité a závazkové. Peněžité úvěry poskytují banky v hotovostní nebo bezhotovostní formě (např. kontokorentní, eskontní nebo hypoteční úvěr). Závazkové úvěry jsou úvěry, při nichž dlužníkovi nejsou bankou bezprostředně poskytovány peníze, ale banka se v určité formě zavazuje, že provede sjednané plnění, pokud tak neučiní dlužník nebo pokud budou splněny předem dohodnuté podmínky. V praxi má podobu závazkového úvěru například bankovní záruka, akceptační úvěr nebo směnečný aval.

Bankovní úvěry můžeme dále rozlišovat na zajištěné a nezajištěné. Většina bankovních úvěrů je zajištěná, protože zajištěním úvěru banky podstatně redukuje své úvěrové riziko. Zajištění má nejčastěji formu bankovní záruky, ručení třetí osoby, zástavního práva, postoupení pohledávky nebo směnky. Rozsah a forma zajištění závisí na tom, jak banka hodnotí bonitu dlužníka. Čím nižší je schopnost dlužníka splácet úvěr, tím větší rozsah a silnější formu zajištění banka požaduje.

Právní úprava smlouvy o úvěru je obsažena v obchodním zákoníku v § 497 až § 507. Zaplacené úroky z úvěru jsou při splnění určitých podmínek stanovených zákonem o daních z příjmů daňově uznatelný náklad.

### 1.3 Obchodní úvěr

Obchodní úvěry patří ke klasickým a historicky nejstarším formám externího financování podniku. Vznikají v rámci dodavatelsko odběratelských vztahů v případě, že odběratel za zboží nebo služby, které nakupuje od dodavatele, neplatí současně s jejich dodáním, ale v určitém předem dohodnutém termínu po dodání. Jejich charakteristickou vlastností je, že nejde o přímé poskytování peněžních prostředků věřitelem (dodavatelem) dlužníkovi (odběrateli), jak se s tím setkáváme například u bankovních úvěrů.

Smluvním základem obchodního úvěru je příslušná obchodní smlouva mezi dodavatelem a odběratelem, která má nejčastěji podobu kupní smlouvy nebo smlouvy o dílo, a specifikuje zejména předmět dodávky, její cenu, čas a místo dodání a čas a způsob úhrady kupní ceny<sup>3</sup>. Obchodní úvěr splácí odběratel nejčastěji v penězích, ale je možné dohodnout se i na naturální úhradě tohoto závazku.

Poskytování obchodních úvěrů je vynuceno jednak tlakem konkurentů (tj. nabídkovou stranou trhu) a jednak snahou neustále rozšiřovat portfolio svých zákazníků (tj. poptávkovou stranou trhu). Protože konkurence obvykle nabízí svým zákazníkům obchodní úvěr, dodavatel, který by vyžadoval placení v okamžiku dodání, by se dostal do konkurenčně nevýhodné pozice. Stejně tak dodavatel, který bude vyžadovat promptní úhradu, bude pro své stávající nebo potenciální zákazníky méně atraktivní než dodavatel, který dodává na obchodní úvěr. Doba splatnosti poskytnutého obchodního úvěru je tak významným nástrojem konkurenčního boje. V typickém případě je podnik, který obchodní úvěr poskytuje svým odběratelům, sám v pozici příjemce obchodního úvěru vůči svým dodavatelům. Podle toho, v jaké pozici se konkrétní podnik nachází, rozlišujeme odběratelské a dodavatelské úvěry. Zdrojem financování jsou pochopitelně pouze dodavatelské úvěry.

Není pravda, že poskytnutí obchodního úvěru není spojeno s žádnými náklady na straně jeho příjemce. Cena, která je dodavatelem účtována odběrateli v případě dodání zboží nebo služby na obchodní úvěr, je v důsledku konceptu časové hodnoty peněz a rizikové prémie, která odráží dobu splatnosti obchodního úvěru a bonitu odběratele, vyšší než v případě promptní úhrady.

---

<sup>2</sup> Úvěrové riziko je pravděpodobnost, že dlužník nebude v důsledku své platební neschopnosti nebo platební nevěle řádně a včas plnit své závazky.

<sup>3</sup> Obchodní úvěr poskytnutý v rámci dodavatelsko odběratelských vztahů na základě kupní smlouvy nebo smlouvy o dílo je třeba odlišovat od právních vztahů založených smlouvou o úvěru podle obchodního zákoníku (§ 497 až § 507 ObchZ).

Aby dodavatelé snížili svá rizika vyplývající z poskytnutého obchodního úvěru, stimulují odběratele k úhradě obchodního úvěru před dobou jeho splatnosti poskytováním cenových slev (tzv. skonto). Riziko nezaplacení poskytnutého obchodního úvěru je možné redukovat také sjednáním pojištění.

#### 1.4 Leasing

Leasing je možné charakterizovat jako zvláštní formu pronájmu investičního majetku (věci movité i nemovité). Účastníky leasingového vztahu jsou tři strany: výrobce investičního majetku, leasingový pronajímatel investičního majetku (leasingová společnost) a leasingový nájemce (fyzická nebo právnická osoba). Leasing umožňuje leasingovému nájemci pořídit investici plně nebo částečně z cizích zdrojů a ekonomicky ji využívat, aniž by se po dobu trvání leasingového vztahu stal vlastníkem daného investičního majetku a aniž by se výrazně zvýšilo jeho zadlužení. Hlavní povinností leasingového nájemce je včas a řádně hradit leasingové společnosti leasingové splátky, které při splnění určitých podmínek stanovených zákonem o daních z příjmů představují daňově uznatelné náklady.

Výhodou leasingu je to, že leasingovému nájemci dovoluje ekonomické využití najatého investičního majetku, aniž by musel disponovat nezbytným objemem zdrojů potřebných k zaplacení plné kupní ceny.

Leasing je obecně dostupnější formou financování v porovnání s bankovními úvěry nebo emisí cenných papírů, protože leasingová společnost po celou dobu trvání leasingového vztahu zůstává vlastníkem majetku, který je předmětem leasingu, a podstupuje tak nižší úvěrové riziko než banka, která poskytuje úvěr zajištěný zástavním právem k věci.

Nevýhodou leasingu jsou jeho relativně vysoké náklady, které z leasingu činí jeden z nejdražších zdrojů financování. Z pohledu leasingového nájemce je cena tvořena akontací, leasingovými splátkami, pojistným, náklady leasingové společnosti (úrokové náklady spojené s refinancováním leasingové společnosti, mzdové náklady, spotřeba energie apod.) a marží leasingové společnosti odrážející rizika, která na sebe leasingová společnost poskytnutím leasingu bere.

Rozlišujeme leasing finanční, operativní a zpětný. Finanční leasing slouží k průběžnému financování nákupu investičního majetku. V rámci finančního leasingu přechází po ukončení leasingové smlouvy vlastnické právo k předmětu leasingu z leasingové společnosti na leasingového nájemce. Tento přechod vlastnického práva je v leasingové smlouvě upraven buď ve formě opce nebo jako smluvní povinnost leasingového nájemce. Doba trvání leasingové smlouvy je v případě finančního leasingu vymezena zákonem o daních z příjmů

a řídí se odpisovou skupinou předmětu leasingu. Opravy a údržbu najaté věci si nájemce provádí a hradí sám.

U finančního leasingu je velmi důležité věnovat náležitou pozornost výběru leasingové společnosti. Leasingový nájemce je totiž vystaven riziku, že pokud by se leasingová společnost ocitla v úpadku nebo by vstoupila do likvidace, její věřitelé by se uspokojili z majetku, který je předmětem leasingu, protože ten je ve vlastnictví leasingové společnosti. To pak může znamenat vážné ohrožení podnikání nájemce.

Operativní leasing neslouží k pořízení majetku, ale jeho smyslem je prostý nájem investičního majetku. Spolu s pronájmem věci leasingová společnost poskytuje a hradí leasingovému nájemci i doprovodné služby (např. opravy a údržbu najaté věci). V rámci operativního leasingu nedochází k převodu vlastnického práva k předmětu leasingu z leasingové společnosti na leasingového nájemce. Po uplynutí doby nájmu je nájemce povinen najatou věc vrátit pronajímateli a tomu zůstává i vlastnické právo k věci. Operativní leasing je dražší variantou financování než finanční leasing. Cena provozního leasingu musí odrážet riziko, že po skončení pronájmu nebude k dispozici další zájemce, kterému by bylo možno daný investiční majetek pronajmout, a že v důsledku toho nebude leasingová společnost realizovat žádné výnosy. Cenu operativního leasingu zvyšují i náklady na opravy a údržbu. Pro operativní leasing neurčují tuzemské účetní a daňové předpisy minimální dobu trvání leasingové smlouvy. Smlouva na operativní leasing je obvykle uzavírána na relativně krátkou dobu a je obvykle kratší než doba odepisování předmětu leasingu podle daňových předpisů.

Podstatou zpětného leasingu je prodej majetku, který určitá osoba vlastní, leasingové společnosti, která tento majetek prodávajícímu následně pronajme ve formě finančního leasingu. Zpětný leasing umožňuje prodávajícímu získat prodejem daného aktiva jednorázově určitý objem finančních prostředků. Nejedná se o třístranný smluvní vztah jako v případě klasického finančního leasingu, ale pouze o dvoustranný smluvní vztah. Prodávajícím (dodavatelem předmětu leasingu) a nájemcem je stejná společnost. Zpětný leasing slouží především k uvolnění finančních prostředků pro jiné účely.

V řadě ekonomicky vyspělých zemí je leasingový smluvní vztah ošetřen zvláštním zákonem. V České republice tomu tak sice není, ale obchodní zákoník věnuje tomuto typu smlouvy samostatný díl s názvem smlouva o koupi najaté věci (§489 - §496).

### **1.5 Faktoring a forfaiting**

Faktoringem se rozumí průběžný odkup nezajištěných pohledávek, které dodavateli vznikly ve vztahu k odběrateli na základě poskytnutého dodavatelského úvěru. Odkup těchto

pohledávek před dobou jejich splatnosti provádí specializovaná finanční instituce označovaná jako faktoringová společnost na základě rámcové smlouvy s dodavatelem. Při pravém faktoringu probíhá odkup pohledávek bezregresním způsobem, což znamená, že riziko nezaplacení převedené pohledávky nese faktoringová společnost a v případě, že pohledávka není řádně a včas zaplacená, její vymáhání provádí přímo faktoringová společnost. Při odkupu pohledávek s možností zpětného regresu nese riziko nezaplacení pohledávky dodavatel. Pohledávky jsou na faktoringovou společnost převáděny formou postoupení pohledávky. Protože předmětem faktoringu jsou nezajištěné pohledávky, jejichž odkup probíhá bezregresním způsobem, ne všechny pohledávky jsou pro faktoring vhodné.

Klíčovým požadavkem je, že jde o pohledávky za takovým subjektem, který má pro faktoringovou společnost přijatelnou bonitu. Pohledávky za subjekty s relativně malým majetkem, nízkými příjmy a malou důvěryhodností tedy zpravidla nepřicházejí v úvahu. Faktoringové společnosti obvykle požadují, aby nominální hodnota jednotlivé pohledávky dosahovala minimálně několik stovek tisíc korun a současně aby minimální roční objem všech postupovaných pohledávek přesahoval několik milionů korun českých. Pohledávky musí být za větším počtem odběratelů a objem postupovaných pohledávek za žádným odběratelem nesmí být vyšší než stanovený podíl (většinou 20% z celkového objemu faktorovaných pohledávek). Předmětem faktoringu jsou výhradně nezajištěné krátkodobé pohledávky z obchodního styku s dobou splatnosti do 180 dnů. Faktoringová společnost pak průběžně odkupuje od dodavatele všechny pohledávky za jeho vybranými odběrateli až do výše smluvně stanoveného limitu. Na postupovaných pohledávkách nesmí váznout práva třetích osob. Proto jsou z faktoringu vyloučeny pohledávky, které umožňují vzájemné zápočty pohledávek a závazků různých subjektů.

Výhodou faktoringu je, že faktoringová společnost proplácí smluvně dohodnutou výši odkupovaných pohledávek ještě před dobou jejich splatnosti. To znamená, že dodavatel čerpá od faktoringové společnosti úvěr a získává tak potřebnou likviditu. Faktoringová společnost proplácí zpravidla 80% až 90% nominální hodnoty postupovaných pohledávek. Zbytek si faktoringová společnost ponechá ve formě diskontu, který se odvíjí od úrokových sazeb na mezibankovním trhu, ziskové marže a výše nákladů a slouží také jako rezerva pro případ eventuálních reklamací odběratele.

Výhodou bezregresního faktoringu je, že faktoringová společnost přebírá úvěrové riziko odběratele. Faktoringová společnost se zavazuje, že postoupenou pohledávku dodavateli uhradí bez ohledu na to, zda ji uhradí odběratel faktoringové společnosti. Vedle toho nabízejí

faktoringové společnosti i služby spojené se správou pohledávek, jejich účtováním, inkasem, vymáháním a zpracováním příslušných daňových dokladů.

Z právního pohledu se při faktoringu jedná o postoupení pohledávky, které je upraveno v občanském zákoníku v § 524 - § 530.

S forfaitingem se setkáváme zejména v oblasti zahraničního obchodu a jeho základní princip je stejný jako u faktoringu. Dodavatel, který dodává své zboží nebo služby odběrateli na dodavatelský úvěr, a z tohoto titulu mu za ním vzniká pohledávka, uzavře s forfaitingovou společností smlouvu, jejímž předmětem je postoupení konkrétní pohledávky na forfaitingovou společnost. Rozdíl mezi faktoringem a forfaitingem je v parametrech postupovaných pohledávek a v tom, že forfaiting je vždy koncipován jako bezregresní.

Předmětem forfaitingu jsou zajištěné, střednědobé a dlouhodobé pohledávky. Požadovaná minimální doba splatnosti je 6 měsíců až jeden rok. Nejčastěji jde o pohledávky zajištěné bankovní zárukou nebo bankou avalovanou cizí směnkou. V menší míře se používají neodvolatelné a převoditelné akreditivy s odloženou splatností. V každém případě se musí jednat o instrument volně převoditelný (s forfaitingovými kontrakty se obchoduje na sekundárních trzích) a abstraktní (závazek odběratele zaplatit musí být bezpodmínečný a nesmí být vázán na plnění kontraktu). Forfaiter tedy nekupuje podnikové riziko jako u faktoringu, ale bankovní riziko. Na rozdíl od faktoringu, u kterého dochází k odkupu veškerých pohledávek, které dodavateli vzniknou za odběratelem, až do výše smluvně stanoveného limitu, jsou předmětem forfaitingu výhradně jednotlivé konkrétní pohledávky dodavatele. Pohledávky musí být denominovány ve volně směnitelných měnách a musí mít minimální nominální hodnotu, která je větší než u faktoringu.

Díky tomu, že forfaitingové financování probíhá v cizích měnách, může být v důsledku úrokového diferenciálu levnější než korunové financování z bankovního úvěru. Navíc se exportér bezregresním převodem pohledávky na forfaitingovou společnost zbavuje úrokového, inflačního a měnového rizika.

## **1.6 Emise cenných papírů**

V důsledku málo efektivního kapitálového trhu v České republice není emise cenných papírů ve zdejších podmínkách tak frekventovaná forma financování podniku jako je tomu v rozvinutých ekonomikách. Podnik, který se rozhodne emitovat cenné papíry, aby získal potřebné zdroje, se prostřednictvím finančního trhu obrací na subjekty, kteří disponují volnými peněžními prostředky a jsou ochotni nákupem emitovaných cenných papírů



poskytnout emitentovi potřebné zdroje kapitálu. V korporátní sféře jsou pro tento účel vydávány akcie a různé druhy dluhových cenných papírů.

Emise akcí může sloužit jednak k získání potřebných zdrojů pro další rozvoj již existující akciové společnosti nebo jejím prostřednictvím mohou zakladatelé akciové společnosti zabezpečovat vytvoření základního kapitálu při založení společnosti.

Nejrozšířenější dluhové cenné papíry jsou dluhopisy, které mají střednědobou nebo dlouhodobou splatnost, a komerční papíry, pro které je charakteristická krátká doba splatnosti. Nejvýznamnější rozdíl mezi akciovými a dluhovými cennými papíry je v tom, že akcie jsou vlastnickým cenným papírem, jehož emisí získávají akciové společnosti vlastní kapitál, zatímco dluhové cenné papíry představují obligační cenné papíry, jejichž emisí získává podnik cizí zdroje.

Vlastníci akcí mají právo prostřednictvím hlasování na valné hromadě spolurozhodovat o základních otázkách činnosti akciové společnosti. Věřitelé dluhových cenných papírů toto právo nemají. Vlastníci dluhopisů mají pouze možnost vyjádřit se prostřednictvím schůze vlastníků k zásadním otázkám týkajících se vydaných dluhopisů nebo samotného emitenta, ale nemají možnost prostřednictvím schůze vlastníků o těchto změnách rozhodovat.<sup>4</sup>

Právo na dividendu mají akcionáři pouze pokud akciová společnost vytváří zisk. Věřitelé dluhových cenných papírů mají právo na úrokový výnos bez ohledu na výsledek hospodaření emitenta. Dividendy nepředstavují pro emitenta akcií daňově uznatelný náklad zatímco úrokové náklady dluhových cenných papírů jsou za určitých předpokladů stanovených zákonem o daních z příjmů daňově uznatelným nákladem.

Akcie jsou splatné až v okamžiku zániku akciové společnosti likvidací poté, kdy jsou uspokojeny nároky všech známých věřitelů společnosti, zatímco splatnost dluhových cenných papírů je pevně dána.

Hlavní výhodou financování formou emise cenných papírů je možnost získat relativně velký objem zdrojů s dlouhou dobou splatnosti. Úspěšné umístění cenných papírů na trhu navíc zvyšuje prestiž emitenta. Na druhou stranu je emise cenných papírů relativně drahá varianta financování a je proto vhodná především pro velké, dostatečně známé a stabilní společnosti. Výhodou na straně vlastníka cenného papíru je zpravidla velmi dobrá likvidita jeho aktiva, které může zpeněžit prostřednictvím finančního trhu.

---

<sup>4</sup> Srov. § 21 odst. 1 zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

## 1.7 Rizikový kapitál

Rizikový kapitál je zvláštní metoda financování, pro kterou je typické, že kombinuje některé znaky vlastního kapitálu (vklad do základního jmění a podíl na řízení) a některé znaky cizího kapitálu (rizikový kapitál vstupuje do firmy na omezenou dobu). Formou rizikového kapitálu se financují malé a středně velké, relativně mladé firmy s vysokým růstovým a ziskovým potenciálem, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovány.

V centru celého investičního procesu stojí fondy rizikového kapitálu, které jsou v odborné literatuře označovány jako venture fondy nebo private equity fondy. Právní forma fondů rizikového kapitálu není striktně stanovena právními předpisy. V praxi je preferována taková právní forma, která v českém pojetí odpovídá komanditní společnosti, v níž společníci v pozici komanditistů ručí za závazky této společnosti pouze do výše svého nesplaceného vkladu zapsaného v obchodním rejstříku, zatímco společníci v pozici komplementářů ručí za závazky společnosti celým svým jměním a jsou výlučně oprávněni k obchodnímu vedení společnosti. V modelovém případě pak v pozici komplementáře vystupuje společnost s ručením omezeným. Tím si investoři, kteří fond rizikového kapitálu založili, zajišťují rozhodující vliv na řízení fondu rizikového kapitálu a současně minimalizují riziko ztrát vyplývajících z možného úpadku fondu rizikového kapitálu. Většina fondů rizikového kapitálu má daňový domicil v zemi s výhodným daňovým režimem.

Fondy rizikového kapitálu disponují dostatečným množstvím volných prostředků, nemají averzi k vysokému riziku a chtějí své volné zdroje nadprůměrně zhodnotit. Toho dosahují tím, že tyto zdroje vloží do vytipované cílové společnosti, která má velký potenciál růstu. Pro rizikový kapitál jsou atraktivní především společnosti, které se z hlediska životního cyklu firmy nacházejí ve stadiu počátečního rozvoje nebo tržní expanze, jsou řízeny kvalitním managementem a disponují určitou dlouhodobější konkurenční výhodou.

Protože na správném výběru cílové společnosti závisí úspěch celé transakce, rozhodnutí o vstupu do konkrétní cílové společnosti předchází důkladná analýza.

Hlavní motivací cílové společnosti pro vstup fondu rizikového kapitálu je nedostatečná interní kapacita generovat zdroje pro další rozvoj a omezené možnosti získat potřebný objem kapitálu z jiných externích zdrojů (např. nedostupnost bankovního úvěru z důvodu krátké historie).

Vstup fondu rizikového kapitálu do cílové společnosti má ve většině případů formu přímého vkladu do základního jmění cílové společnosti. Setkáváme se i s případy, kdy fond rizikového kapitálu odkoupí od věřitelů cílové společnosti jejich pohledávky za cílovou společností a tyto

pohledávky následně kapitalizuje. Vstup fondu rizikového kapitálu může mít i podobu nezajištěné nebo podřízené půjčky poskytnuté cílové společnosti. Vždy se musí jednat o takovou formu vstupu, aby cílová společnost mohla finanční prostředky použít na svůj rozvoj. Proto nepřipadá v úvahu nákup obchodního podílu nebo akcií.

Zapojení fondů rizikového kapitálu nemívá pouze finanční charakter, ale zahrnuje i rozsáhlé kontrolní a řídicí pravomoci ve vztahu k cílové společnosti.

Celý proces uzavírá desinvestiční fáze, která přichází v okamžiku, kdy tržní cena cílové společnosti podstatně vzrostla ve srovnání s její tržní cenou v době vstupu fondu rizikového kapitálu. Nejčastější formou exitu je umístění akcií cílové společnosti na kapitálových trzích. Jinou alternativou může být prodej podílu na základním kapitálu cílové společnosti původnímu vlastníkovi, strategickému investorovi nebo managementu cílové společnosti (tzv. management buy-out). Eventuálně dochází ke splacení poskytnuté půjčky.

Konečný výsledek může být pro fond rizikového kapitálu nejen ziskovou ale i ztrátovou operací. Četnost ztrátových investic je v tomto finančním odvětví nadprůměrně vysoká. Uvádí se, že pouze 10% až 15% transakcí je ziskových. Fondy rizikového kapitálu minimalizují riziko ztráty prostřednictvím diverzifikace svých investic do řady různých firem.

Vysoká rizikovitost investic fondů rizikového kapitálu se promítá do nadprůměrné požadované roční výnosové míry, která pravidelně překračuje 20% až 25%. To má z pozice příjemce rizikového kapitálu za následek velmi vysoké náklady této formy financování a výrazné omezení rozhodovací autonomie. Na druhou stranu představuje vstup rizikového kapitálu pro cílovou společnost možnost realizovat projekty, které by se jinak nedaly uskutečnit. Vedle chybějícího kapitálu přináší rizikový kapitál i znalosti, manažerské dovednosti a inovace.

## **1.8 Sekuritizace**

Sekuritizace představuje strukturovaný proces, během kterého jsou nejprve seskupena aktiva společnosti stejného druhu (např. pohledávky z obchodního styku), následně jsou oceněna renomovanou ratingovou agenturou a poté prodána právně a ekonomicky samostatnému subjektu účelově založenému pouze pro realizaci konkrétní sekuritizace (tzv. SPV - Special Purpose Vehicle). Společnost, která takto vyčleněná aktiva prodává, označujeme jako původce nebo sponzora.

Předmětem sekuritizace může být jakékoliv aktivum: hmotný i nehmotný majetek (realita, lodě, licence, osobní automobily pronajímané leasingovou společností), pohledávky z úvěrů a obchodně závazkových vztahů, cenné papíry, depozita, autorská práva, finanční deriváty apod. V praxi dochází nejčastěji k sekuritizaci pohledávek, cenných papírů a finančních

derivátů. Rozhodující je, aby takové aktivum generovalo známé nebo dostatečně přesně predikovatelné cash flow, aby jeho prodej proběhl bezregresním způsobem a za tržních podmínek, aby nedošlo k poškození stávajících věřitelů původce.

SPV, která musí být vlastněna osobami odlišnými od původce, jinak by sekuritizovaná aktiva zůstávala v důsledku konsolidace součástí majetku původce, získává finanční prostředky na nákup sekuritizovaného majetku buď prostřednictvím bankovního úvěru, což je málo frekventovaná varianta, nebo emisí (zpravidla kotovaných) dluhopisů nebo akcií (tzv. asset backed securities), které do svých portfolií nakupují institucionální investoři a banky. Dluh SPV je pak průběžně splácen z cash flow generovaného majetkem, který SPV koupila od původce.

Pro zajištění plynulosti splácení dluhu a omezení rizika nedostatečné likvidity SPV jsou součástí sekuritizačních transakcí různé formy pojištění a úvěrové podpory třetích osob (např. platební záruky, podřízený dluh, závazek navýšit vlastní kapitál SPV v případě problémů s likviditou).

Primární motivací k provedení sekuritizace bývá především přeměna dočasně nelikvidních aktiv na likvidní. Původce nemusí čekat, než vyčleněná aktiva začnou generovat cash flow nebo než nastane jejich splatnost. Finanční prostředky získává už v okamžiku, kdy SPV za vyčleněná aktiva zaplatí kupní cenu.

Sekuritizace umožňuje firmám půjčovat si peníze za lepších podmínek, než na které by dosáhly při standardní úvěrové transakci, protože rating SPV může být zásluhou vysoké kvality aktiv převedených z bilance původce lepší, než rating samotného původce. SPV si proto může dovolit emitovat dluhopisy s nižším výnosem, než by se to podařilo původci. Sekuritizace může také sloužit k eliminaci rizik spojených s problémovými aktivy (např. sekuritizace pohledávek s dlouhou dobou splatnosti).

Nevýhodou sekuritizačních transakcí jsou vysoké administrativní náklady, zejména právní. Aby se sekuritizace vyplatila, musí být objem aktiv, která původce vyčleňuje ze svého majetku, relativně velký. Atraktivitu takové transakce zvyšuje možnost založit SPV v zemi s výhodným daňovým režimem (např. Nizozemí nebo Lucembursko), kde SPV založená pro účely sekuritizace většinou nepodléhá dani z příjmů a často není uplatňována ani srážková daň na zisk distribuovaný SPV. Za daňové subjekty jsou ale ve většině případů považováni vlastníci SPV a investoři (předmětem daně jsou přijaté dividendy resp. úrokové výnosy z cenných papírů emitovaných SPV).

Zvláštnosti sekuritizace ospravedlňují její specifickou zákonnou úpravu, která však v platném českém právu zatím chybí, což brání rozvoji tohoto způsobu financování. Překážkou je

například § 574 odst. 2 ObčZ, který stanoví, že se nelze vzdát práva, které vznikne v budoucnosti - tj. ani práva podat insolvenční návrh na SPV.

### **1.9 Ostatní formy financování podniku**

Zvláštní pozornost je třeba věnovat základnímu kapitálu<sup>5</sup> jako významnému zdroji financování podniku. Problematika vytváření základního kapitálu, jeho zvyšování a snižování je podrobně upravena v obchodním zákoníku a svým rozsahem přesahuje rámec této práce. Proto se na tomto místě omezíme pouze na elementární aspekty tohoto způsobu financování.

Základní kapitál společnosti je peněžní vyjádření souhrnu peněžních i nepeněžních vkladů všech společníků, které společníci vkládají do společnosti za účelem nabytí nebo zvýšení své účasti na společnosti. Základní kapitál se povinně vytváří v komanditní společnosti, ve společnosti s ručením omezeným a v akciové společnosti. V případě veřejné obchodní společnosti je vytvoření základního kapitálu dobrovolné.

Předmětem vkladu mohou být peněžní prostředky, movité a nemovité věci, pohledávky, cenné papíry, patenty, licence a podnik ve smyslu § 5 ObchZ nebo jeho část). Vklady poskytnuté společníky se stávají majetkem společnosti a společníci zásadně nemohou požadovat na společnosti vrácení svých vkladů zpět (mají ale právo podílet se na zisku, kterého společnost svou činností dosáhla). Vzhledem k tomu, že společníkům nelze v případě likvidace společnosti poskytnout plnění z důvodu jejich práva na likvidačním zůstatku dříve, než jsou uspokojeny nároky všech známých věřitelů společnosti, představuje základní kapitál nejstabilnější, nejrizikovější a tudíž také nejdražší zdroj financování podniku.

V kapitole věnované obchodním úvěrům jsme konstatovali, že v důsledku konkurenčního boje neplatí odběratel za zboží nebo služby, které nakupuje od dodavatele, současně s jejich dodáním, ale až v určitém předem dohodnutém termínu po dodání. Stejně tak podnik, který obchodní úvěr poskytuje svým odběratelům, je v drtivé většině případů sám v pozici příjemce obchodního úvěru vůči svým dodatelům. Z toho vyplývá, že podaří-li se podniku zkrátit splatnost jeho pohledávek vůči některému z jeho odběratelů (tj. zrychlit prodlevu mezi dodáním zboží nebo poskytnutím služby a okamžikem zaplacení) nebo prodloužit splatnost jeho závazků vůči některému z jeho dodatelů (tj. oddálit platbu za nakoupené zboží nebo služby), získává tím mnohdy významné zdroje pro financování své činnosti. Stejného efektu lze dosáhnout i tím, že odběratel poskytne dodavateli zálohu ještě před tím, než dojde k dodání zboží nebo služby.

---

<sup>5</sup> Základní kapitál, kapitálové fondy (ážiový fond a ostatní kapitálové fondy, které vznikají z darů nebo účelových dotací), rezervní fondy vytvářené ze zisku, nerozdělený zisk minulých účetních období a výsledek hospodaření běžného účetního období tvoří vlastní kapitál společnosti.

Zvláštní techniky financování se používají ve společnostech holdingového typu. Jedná se zejména o tzv. převodní ceny (transfer pricing), cash pooling a netting. Významnou formou financování společností v rámci holdingu jsou také vyplácené dividendy.

Transfer pricing je metoda financování, kdy se při transakcích mezi dvěma nebo více subjekty používají ceny, které se liší od cen, které by byly sjednány mezi nezávislými subjekty. Financování pomocí transfer pricingu si ukážeme na jednoduchém příkladu. Společnost A vyrábí výrobek, který exportuje do státu N za cenu 100 při nákladech 60. To znamená, že vytváří zisk 40. Protože ve státě A jsou zisky právnických osob zdaněny sazbou 35%, daň společnosti A bude 14. Společnost A založí dceřinou společnost ve státě Y, kde jsou zisky právnických osob zdaněny pouze sazbou 5%. Své výrobky bude společnost A nadále exportovat do státu N, ale nyní prostřednictvím své dceřiné společnosti ve státě Y, které bude výrobky prodávat za 60. To znamená, že společnost A dosáhne nulového zisku a nebude tudíž platit žádnou daň ze zisku. Naproti tomu dceřiná společnost ve státě Y, která výrobek koupila za 60 a prodává ho odběrateli ve státě N za 100, realizuje zisk 40. Vzhledem k tomu, že její daň ze zisku bude činit 2, došlo k daňové úspoře ve výši 12. Transferové ceny mohou být v rámci holdingu aplikovány jak na výrobky, tak na vzájemně poskytované služby, úvěry a převody hmotného a nehmotného majetku. Protože daňové zákony většiny zemí vyžadují, aby transakce mezi kapitálově, personálně či jinak propojenými osobami byly realizovány za obvyklé ceny, je používání transferových cen rizikové.

Podstatou cash pooling je každodenní sdružování zůstatků běžných účtů jednotlivých účastníků cash pooling na jeden hlavní účet (tzv. master účet) s cílem minimalizovat objem potřebných zdrojů financování a snižovat úrokové náklady a poplatky spojené s poskytováním bankovních služeb. Představme si, že společnost A má na svém běžném účtu zůstatek 100, ale potřebuje zaplatit 200. Společnost B má na svém běžném účtu zůstatek 500. Když se oba zůstatky převedou na jeden účet, může firma A zaplatit svých 200 aniž by musela čerpat bankovní úvěr. Protože převod mezi účty probíhá automaticky, není třeba zadávat příkaz k úhradě a dochází k redukci nákladů na bankovní poplatky.

Netting vychází z toho, že mezi společnostmi, které tvoří holding, probíhá velké množství transakcí, které vedou k nesčetným platbám. Prostřednictvím nettingu dochází k vzájemnému zápočtu pohledávek jednotlivých členů holdingu tak, aby se minimalizoval počet a objem plateb.

Přehled způsobů financování podniku podaný v předcházejících kapitolách není zdaleka vyčerpávající. Existuje ještě celá řada technik, které určitým způsobem modifikují nebo kombinují uvedené základní formy financování podniku. Používá se pro ně označení

strukturované financování a řadíme k nim například syndikovaný úvěr (úvěr, který poskytuje současně několik bank), akviziční financování (financování fúzí a akvizic), PPP projekty (financování projektů realizovaných ve veřejném zájmu s využitím finančních zdrojů soukromého sektoru), exportní financování (financování s podporou exportních agentur), a projektové financování (mimobilanční financování kapitálově náročných projektů, při kterém dochází k rozložení rizik na více subjektů)<sup>6</sup>.

### **1.10 Daňová uznatelnost nákladů financování**

Novela zákona č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů účinná od 1.1.2008 přinesla výrazné omezení daňové uznatelnosti výdajů (nákladů) financování. Pravidla daňové uznatelnosti nákladů financování, která upravuje zákon o daních z příjmů v § 25 odst. 1 písm. w), se v odborných kruzích označují jako pravidla nízké kapitalizace. Tato pravidla mají zabránit tomu, aby daňové subjekty z důvodu daňové optimalizace dávaly při financování své činnosti přednost dluhovým instrumentům (úvěrům, půjčkám a emisím dluhopisů) před financováním ve formě vlastního kapitálu.

Náklady financování se pro účely zákona o daních z příjmů rozumí nejen úroky z úvěrů a půjček ale také související náklady včetně nákladů na zajištění, nákladů na zpracování úvěrů a poplatků za záruky. Nákladem financování je tak například poplatek, který platí zástavce notáři za uzavření zástavní smlouvy ve formě notářského zápisu, poplatky, které platí dlužník bance za zpracování a poskytnutí úvěru, nebo poplatek, který platí dlužník osobě, která vystavila záruku za řádné splnění povinností dlužníka v souvislosti s poskytnutým úvěrem.

Jestliže náklady financování přesáhnou za zdaňovací období částku jeden milion korun českých, nejsou daňově uznatelné, pokud je splněna alespoň jedna z následujících podmínek:

- náklady financování přesáhnou za zdaňovací období částku zjištěnou jako násobek jednotné úrokové míry zvýšené o čtyři procentní body a průměrného stavu úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období. Jednotná úroková míra se stanoví jako průměr z referenční hodnoty úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit pro splatnost dvanáct měsíců relevantních pro měnu, v níž je vyjádřen úvěr nebo půjčka, k poslednímu dni každého měsíce zdaňovacího období. Úroky z úvěrů a půjček vyjádřených v různých měnách se posuzují samostatně za jednotlivé měny.
- náklady financování plynou z úvěrů a půjček, které jsou podřízeny ostatním závazkům poplatníka.

---

<sup>6</sup> Do strukturovaného financování patří také financování formou sekuritizace a rizikového kapitálu.

- plynou z úvěrů a půjček kde úrok nebo výnos nebo skutečnost, zda se náklady financování stanou splatnými, jsou zcela nebo zčásti odvozovány od výsledku hospodaření (zisku) poplatníka.
- úhrn úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období přesahuje šestinásobek výše vlastního kapitálu.
- úhrn úvěrů a půjček, u nichž je věřitelem nebo osobou, která úvěr nebo půjčku zajišťuje, osoba spojená ve vztahu k dlužníkovi, v průběhu zdaňovacího období přesahuje trojnásobek výše vlastního kapitálu dlužníka, je-li příjemcem úvěru a půjčky banka nebo pojišťovna, nebo dvojnásobek výše vlastního kapitálu u ostatních příjemců úvěrů a půjček.

V případě, že poskytovatelem nebo osobou, která úvěr nebo půjčku zajišťuje, je osoba spojená s dlužníkem, limit nákladů financování ve výši jeden milion korun českých neplatí a pro určení daňové uznatelnosti nákladů financování je třeba posuzovat výše uvedené podmínky.

Podle přechodných ustanovení novely zákona o daních z příjmů se posuzování daňové uznatelnosti nákladů financování sjednaných před 1.1.2008 podle kritérií platných od 1.1.2008 odkládá až na zdaňovací období započaté v roce 2010. Pokud budou po 1.1.2008 uzavřeny dodatky ke smlouvám uzavřeným před 1.1.2008, které mění výši úvěru nebo půjčky nebo výši úroku, použije se ustanovení § 25 odst. 1 písm. w) ve znění platném od 1.1.2008 za zdaňovací období započaté v roce 2008 a 2009. Pro posuzování úroků u úvěrů a půjček, které byly sjednány po 1.1.2008, platí ustanovení § 25 odst. 1 písm. w) ve znění platném od 1.1.2008 za zdaňovací období započaté v roce 2008.



## 2. OBECNÁ CHARAKTERISTIKA DLUHOPISŮ

### 2.1 Pojem a prameny právní úpravy dluhopisů

Dluhopisy se historicky vyvinuly jako alternativa klasického bankovního úvěru. První dluhopisy se objevily v období vrcholného středověku. K jejich masivnímu rozšíření do hospodářského života došlo až na počátku 19. století, kdy začaly být využívány jako nástroj financování. Vydáním dluhopisů získává emitent od věřitelů (investorů resp. vlastníků dluhopisů) určitý objem peněžních prostředků, ze kterých je povinen platit věřitelům určitý výnos a které se zavazuje vrátit.

Podle zákona o dluhopisech je dluhopis zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit (§ 2 odst. 1 DluhZ).

Dluhopis je obligační cenný papír, ze kterého vyplývá subjektivní právo na peněžité plnění. Dluhopis inkorporuje povinnost emitenta dluhopisu platit za poskytnuté prostředky výnos a povinnost poskytnuté prostředky ve stanovený den splatnosti dluhopisu vrátit a právo vlastníka dluhopisu požadovat výnos z poskytnutých prostředků a právo na splacení poskytnutých prostředků ve stanovený den splatnosti dluhopisu.

Jedná se o cenný papír konstitutivní. Práva a povinnosti spojená s dluhopisem vznikají až v okamžiku vydání dluhopisu. Dluhopis je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele (§ 5 odst. 1 CenP věta první)<sup>7</sup>.

Dluhopis je kauzální cenný papír. Dluhopis nemůže existovat bez toho, aniž by existoval hospodářský důvod vzniku dluhopisu.

Dluhopis může být vydán v listinné nebo zaknihované podobě. Dluhopis vydaný v listinné podobě vyžaduje pro svou existenci přítomnost listiny. Aby se minimalizovalo riziko padělání, obsahují listinné dluhopisy podobné ochranné prvky jako bankovky. Listinné dluhopisy nejsou většinou předmětem obchodování na finančních trzích. Zaknihovaný dluhopis ve fyzické podobě vůbec neexistuje a je nahrazen elektronickým zápisem do zákonem stanovené evidence. Zaknihované dluhopisy začínají postupně převažovat nad listinnými, protože s jejich vydáváním a obchodováním jsou spojeny nižší náklady a rizika.

Dluhopis je možné emitovat pouze jako zastupitelný cenný papír. To znamená, že všechny dluhopisy v jedné emisi jsou stejného druhu, jsou vydány stejnou osobou, ve stejné formě a vznikají z nich stejná práva (§ 2 CenP).

---

<sup>7</sup> Datum emise cenného papíru je datum označující den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvnímu nabyvateli. Datum emise cenného papíru určí emitent (§ 5 odst. 1 CenP věta druhá).

Dluhopisy jsou zpravidla veřejně obchodovatelné cenné papíry. Veřejně obchodovatelné dluhopisy umožňují emitentovi oslovit širší okruh investorů, protože tyto dluhopisy mají vyšší likviditu než dluhopisy, se kterými nelze veřejně obchodovat. Veřejně obchodovatelné dluhopisy podléhají přísnější regulaci a s jejich emisí jsou spojeny vyšší náklady.

Podle stupně ratingového hodnocení rozlišujeme dluhopisy s ratingem v investičním stupni a dluhopisy s ratingem ve spekulativním stupni. Speciální ratingové agentury každý dluhopis zařadí do určité ratingové kategorie podle toho, jak vysoká je pravděpodobnost, že emitent bude plnit všechny své závazky související s jím emitovaným dluhopisem. Čím vyšší je pravděpodobnost, že emitent bude pravidelně vyplácet výnosy a dodrží datum splatnosti dluhopisu, tím vyšší rating dluhopis obdrží a z pohledu investora je jeho nákup méně rizikový. Dluhopisy s ratingem v investičním stupni jsou většinou emitované jako nezajištěné a ve srovnání s dluhopisy s ratingem ve spekulativním stupni nesou nižší výnos. Dluhopisy s ratingem ve spekulativní stupni nesou relativně vysoký výnos a bývají zajištěné formou ručení třetí osoby nebo zástavního práva.

Dluhopisy mohou být vydávány v různých zemích a v různých měnách. Podle toho rozlišujeme domácí dluhopisy (dluhopisy vydané tuzemským emitentem v tuzemské měně), zahraniční dluhopisy (dluhopisy vydané zahraničním emitentem v jeho domácí měně) a eurodluhopisy (dluhopisy vydané domácím nebo zahraničním emitentem v jiné měně než v té, která je jeho domácí měnou). Emise eurodluhopisů může být výhodná v situaci, kdy se úrokové sazby pro domácí měnu výrazně liší od úrokových sazeb pro měnu, ve které je dluhopis emitován. Emise eurodluhopisů a zahraničních dluhopisů poskytuje emitentovi větší prostor pro získání kapitálu, protože se může obrátit na širší investorské publikum. Na druhé straně tyto dluhopisy mohou vydávat spíše finančně silní a známí emitenti. Jejich emise je navíc ve srovnání s emisí domácích dluhopisů spojena s vyššími náklady.

Právní úprava dluhopisů není v České republice upravena komplexně v jednom zákoně.

Základními prameny právní úpravy dluhopisů jsou následující zákony:

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech

Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník

Zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád

Zákon č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon

Zákon č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Zákon č. 6/1992 Sb., o České národní bance

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů

Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon)

## **2.2 Náležitosti dluhopisů**

Náležitosti dluhopisu jsou stanoveny v § 6 DluhZ. Dluhopis vydávaný v listinné podobě má tyto náležitosti:

- a) údaje o emitentovi
- b) název dluhopisu, který obsahuje slovo dluhopis nebo označení zvláštního druhu dluhopisu
- c) identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů, je-li přidělováno, nebo jiný údaj identifikující dluhopis
- d) jmenovitou hodnotu
- e) údaj o schválení emisních podmínek
- f) výnos dluhopisu nebo způsob stanovení jeho výše
- g) datum emise
- h) způsob a místo výplaty jmenovité hodnoty dluhopisu a výnosu z něho
- i) formu dluhopisu
- j) prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit dlužnou částku způsobem a v místě uvedeném v emisních podmínkách
- k) data splatnosti dluhopisu a výnosu z něho, není-li výnos určen rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem
- l) číselné označení dluhopisu
- m) u dluhopisu znějícího na jméno i jméno a příjmení, obchodní firmu nebo název jeho prvního vlastníka
- n) podpis nebo otisk podpisu osob oprávněných k datu emise jednat jménem emitenta nebo podpis nebo otisk podpisu emitenta

### **Údaje o emitentovi**

Emitentem dluhopisu může být právnická osoba. Emitentem může být též fyzická osoba, která je bankou s místem podnikání na území státu Evropské unie nebo jiného státu tvořícího Evropský hospodářský prostor, a která na území České republiky podniká na základě jednotné bankovní licence podle zvláštního právního předpisu upravujícího činnost bank. Emitent

dluhopisu podléhá státnímu dozoru vykonávanému Českou národní bankou, která je oprávněna uložit mu pokutu nebo opatření k nápravě, jestliže poruší povinnosti, které mu ukládá zákon.

### **Název dluhopisu a jmenovitá hodnota**

Dluhopis musí být výslovně označen jako dluhopis. V případě, že se jedná o zvláštní druh dluhopisu, musí být jako takový explicitně označen. Každý dluhopis má svoji jmenovitou hodnotu, která představuje výši plnění, kterou je emitent povinen vyplatit majiteli dluhopisu k datu jeho splatnosti.

### **Identifikační označení dluhopisu**

Dluhopisům, které mají být obchodovány na veřejném trhu, musí být přiděleno zvláštní mezinárodní identifikační označení cenných papírů, tzv. ISIN (International Securities Identification Number). Toto číslo přiděluje centrální depozitář<sup>8</sup>. Pokud je dluhopis vydáván spolu s kupónem, je nutné udělit zvláštní ISIN každému kupónu a navíc ještě jeden společný ISIN pro dluhopis s kupóny. Listinný dluhopis musí mít navíc zvláštní číselné označení, identifikující ho mezi ostatními dluhopisy dané emise.

### **Údaj o schválení emisních podmínek**

Emitent může vydat dluhopisy pouze pokud ČNB schválí emisní podmínky. Emisní podmínky vymezují práva a povinnosti emitenta a vlastníka dluhopisu, stanoví podrobnější informace o emisi dluhopisů, podléhají schválení České národní banky a povinně se uveřejňují. Schválení emisních podmínek ČNB není vyžadováno u státních dluhopisů a dluhopisů vydávaných Českou národní bankou. Náležitostem emisních podmínek, jejich schvalování a uveřejňování bude věnována pozornost na jiném místě.

### **Výnos dluhopisu nebo způsob stanovení jeho výše**

Výnos dluhopisu může být stanoven zejména pevnou úrokovou sazbou, rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem, slosovatelnou prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu, pohyblivou úrokovou sazbou odvozenou například z jiných úrokových sazeb nebo výnosů, pohybu devizových kurzů, indexů nebo cen komodit.

Pokud to emisní podmínky nevyklučují, může být právo na výnos dluhopisu od dluhopisu odděleno a spojeno s kupónem jako samostatným cenným papírem vydaným k uplatnění tohoto práva. Kupón může být vydán pouze jako cenný papír na doručitele, ale může mít jak

---

<sup>8</sup> § 202 odst. 1 písm. c) PKT

listinnou tak zaknihovanou podobu. Jeho podoba se vždy musí shodovat s podobou dluhopisu, ke kterému je kupón vydán. Pokud je výnos z dluhopisu vyplácen v několika splátkách, musí být vydán zvláštní kupón pro každé z těchto plnění. Každý kupón tak představuje oprávnění pouze na jedno plnění. Kupón musí být vydán současně s dluhopisem, ale může být následně převáděn zcela nezávisle na dluhopisu. Pokud se k dluhopisu vydává více kupónů, které mají listinnou podobu, vydávají se v tzv. kupónovém archu. Součástí kupónového archu může být i tzv. talón, který slouží k vydání dalšího kupónového archu v případě, že kupóny původně vydané s dluhopisem dojdou ještě před splatností dluhopisu. Talón není cenným papírem.

Výhodou pevně úročených dluhopisů na straně emitenta je předem známá výše závazků, které bude emitent muset v budoucnu hradit, a předem známé termíny jejich úhrady. Nevýhodou je, že emitent nemůže profitovat z případného poklesu tržních úrokových sazeb. Toto riziko lze ale eliminovat nákupem úrokových derivátů. Pro investora je držba pevně úročeného dluhopisu výhodná v neinflačním prostředí a v situaci poklesu tržních úrokových sazeb. Pro emitenta je naopak výhodné emitovat dluhopisy s pevným úročením v inflačním prostředí a v situaci rostoucích tržních úrokových sazeb.

U dluhopisů, u kterých je výnos stanoven jako rozdíl mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem, nejsou úroky vypláceny průběžně, ale výnos investora tvoří rozdíl mezi cenou, za kterou investor dluhopis koupil, a nominální hodnotou, kterou obdrží v den splatnosti dluhopisu. Emitent těchto dluhopisů opět přesně zná výši svých závazků spojených s dluhopisem a datum jejich úhrady.

Dluhopisy se slosovateľnou prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu nesou relativně nízký výnos a z uspořené prostředků je vytvářen fond, ze kterého se při splnění předem daných podmínek vyplácí prémie. Může se jednat o prémie, které jsou vypláceny vlastníkům vylosovaných dluhopisů, nebo je výplata prémie vázána na lhůtu splatnosti dluhopisu.

Dluhopisy úročené pohyblivou úrokovou sazbou nesou proměnlivý výnos v závislosti na vývoji tržních úrokových sazeb. Dluhopisy úročené pohyblivou úrokovou sazbou umožňují investorům participovat na vzestupu tržních úrokových sazeb. Na druhé straně v případě poklesu tržních úrokových sazeb výnos investora klesá. S pohyblivě úročenými dluhopisy je v důsledku průběžného přizpůsobování výnosu tržnímu vývoji spojeno menší riziko než s pevně úročenými dluhopisy. Některé pohyblivě úročené dluhopisy mají stanovenou minimální hranici pro pokles úrokové sazby nebo maximální hranici pro vzestup úrokové sazby nebo mají stanovené obě hranice. Dluhopisy, jejichž úročení je vázáno na vývoj inflace, devizových kurzů, burzovních indexů nebo hospodářského výsledku emitenta označujeme

jako indexované dluhopisy. Vydáním dluhopisů, u kterých je výnos vázán na hospodářský výsledek emitenta, nezískává vlastník dluhopisu právo podílet se na řízení.

### **Datum emise**

Na každém dluhopisu musí být uvedeno datum emise. Datum emise je označením dne, ke kterému může poprvé dojít k vydání dluhopisu prvému nabyvateli, resp. označení dne, ke kterému může vzniknout první dluhopis dané emise. Emisí dluhopisů se rozumí soubor dluhopisů vydávaných na základě týchž emisních podmínek, které mají stejné datum emise, stejné datum splatnosti a stejné ISIN. Emitent stanoví tzv. emisní lhůtu počínající dnem emise a během této lhůty je oprávněn vydávat dluhopisy. Datum emise se tedy nemusí shodovat s okamžikem vydání konkrétního dluhopisu. K tomu může dojít i později v emisní lhůtě.

### **Způsob a místo výplaty jmenovité hodnoty dluhopisu a výnosu z něho**

Z hlediska způsobu splácení můžeme dluhopisy rozdělit na dluhopisy jednorázově splatné k určitému pevně stanovenému datu, dluhopisy splatné ve splátkách s pevně stanoveným datem splatnosti každé jednotlivé splátky a dluhopisy vypověditelné.

Jednorázově splatné dluhopisy jsou splatné k určitému pevně stanovenému datu. Tento způsob splacení jmenovité hodnoty je obvyklý především u menších emisí, protože splacení velké emise najednou představuje pro emitenta velkou zátěž. Emitent jednorázově splatného dluhopisu disponuje celou částkou emise po celé období její životnosti a v pravidelných intervalech vyplácí majitelům dluhopisů výnosy.

V praxi se daleko častěji setkáváme s dluhopisy, které jsou spláceny postupně ve splátkách s pevně stanoveným datem splatnosti každé jednotlivé splátky. Splácení začíná po uplynutí určité doby od emise a provádí se na základě stanoveného splátkového kalendáře. Také v případě postupně splácených dluhopisů dochází v pravidelných intervalech k výplatě výnosů majitelům.

Ke splacení dluhopisů může také dojít ještě před tím, než nastane jejich splatnost. Takové dluhopisy označujeme jako vypověditelné. Emitent je oprávněn splatit jednotlivé dluhopisy včetně poměrného výnosu dříve než v den splatnosti, pokud tento způsob splacení připouští emisní podmínky (tzv. call opce). Vlastník dluhopisu může žádat splacení dluhopisu včetně poměrného výnosu před stanovenou dobou splatnosti, pouze pokud tento způsob splacení připouští emisní podmínky nebo tak stanoví zákon o dluhopisech (tzv. put opce). Jako kompenzace za právo emitenta splatit dluhopisy dříve než v den splatnosti je investorům nabízen vyšší výnos. K rozhodnutí splatit dluhopisy před dobou jejich splatnosti vede emitenta nejčastěji nepříznivý vývoj tržních úrokových sazeb. Právo vlastníků dluhopisů

požadovat splacení před stanovenou dobou splatnosti je většinou vázáno na splnění nebo porušení určitých podmínek. Protože toto právo vlastníků dluhopisů představuje pro emitenta značnou nevýhodu, nese tento typ dluhopisů nižší výnos.

### **Forma dluhopisu**

Dluhopis může být vydán na jméno nebo na doručitele. Forma dluhopisu je rozhodující pro určení osoby, které náleží práva z dluhopisu, a odvíjí se od ní způsob, jakým je dluhopis převáděn mezi různými subjekty.

U listinného dluhopisu vydaného na doručitele není oprávněná osoba uvedena v textu dluhopisu. Oprávněným z listinného dluhopisu vydaného na doručitele je držitel dluhopisu a převod takového dluhopisu nastává prostým předáním dluhopisu nabyvateli. K výkonu práv je oprávněn ten, kdo dluhopis předloží. Tomu, kdo listinný dluhopis vydaný na doručitele předloží emitentovi, je emitent povinen plnit. Tímto plněním se emitent zbavuje svého závazku. Pokud by však věděl nebo musel vědět, že držitel není osobou oprávněnou, jeho závazek nezaniká.

V případě listinného dluhopisu vydaného na jméno je oprávněná osoba uvedena v textu dluhopisu, a to buď jako ten, na jehož jméno byl dluhopis vydán, nebo ten, komu svědčí nepřetržitá řada rubopisů, pokud zákon nestanoví jinak (například při změně majitele přechodem práv z dluhopisu). Rubopis je písemné prohlášení oprávněného obsažené na rubu dluhopisu, kterým dluhopis převádí na jiného oprávněného. Na rubu dluhopisu se tímto způsobem tvoří souvislá řada rubopisů obsahující jména všech předchozích majitelů dluhopisu, přičemž současný majitel je v této řadě uveden na posledním místě. Listinný dluhopis na jméno je převoditelný rubopisem a předáním. Na rubopis se přiměřeně použijí ustanovení zákona č. 191/1950 Sb., zákon směnečný a šekový.

V případě dluhopisů na jméno je veden seznam vlastníků dluhopisů. Práva spojená s dluhopisy znějícími na jméno je oprávněna ve vztahu k emitentovi vykonávat osoba uvedená v tomto seznamu. Seznam vlastníků listinných dluhopisů na jméno vede emitent. Seznam vlastníků zaknihovaných dluhopisů vede osoba, která je oprávněna k vedení evidence zaknihovaných cenných papírů podle §92 a násl. PKT.

Vůči emitentovi dluhopisu se lze práv spojených s dluhopisem dovolávat až tehdy, kdy je vlastník zaznamenán do této zvláštní evidence, a to bez ohledu na okamžik, kdy podle obecných předpisů cenný papír skutečně nabyt. Emitent nebo osoba vedoucí evidenci zaknihovaných dluhopisů jsou povinni zapsat vlastníka dluhopisu do seznamu vlastníků

dluhopisů neprodleně poté, co jim bude vlastnictví dotčené osoby prokázáno. Převoditelnost dluhopisu znějícího na jméno nelze omezit.

K převodu práv u zaknihovaných dluhopisů dochází změnou zápisu na majetkových účtech nabyvatele a prodávajícího.

### **Ostatní náležitosti dluhopisu**

Dluhopis musí obsahovat prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit dlužnou částku způsobem a v místě uvedeném v emisních podmínkách, data splatnosti dluhopisu a výnosu z něho, není-li výnos určen rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem, číselné označení dluhopisu, u dluhopisu znějícího na jméno i jméno a příjmení, obchodní firmu nebo název jeho prvního vlastníka a podpis nebo otisk podpisu osob oprávněných k datu emise jednat jménem emitenta nebo podpis nebo otisk podpisu emitenta.

Je-li dluhopis emitován jako listinný, jsou jeho povinné náležitosti vyznačeny na plášti. Součástí listinného dluhopisu je kupónový arch a talón.

Zaknihovaný dluhopis má stejné náležitosti jako listinný s výjimkou číselného označení dluhopisu, jména a příjmení, obchodní firmy nebo názvu prvního vlastníka dluhopisu na jméno a podpisu nebo otisku podpisu emitenta nebo osob oprávněných jednat jménem emitenta.

## **2.3 Druhy dluhopisů**

### **2.3.1 Státní dluhopisy a dluhopisy České národní banky**

Podle zákona o dluhopisech se za státní dluhopisy považují dluhopisy vydané Českou republikou. Česká republika může vydat dluhopisy pouze na základě zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu nebo zvláštního zákona, který pověřuje ministerstvo financí vydat státní dluhopisy nebo mu vydání státních dluhopisů umožňuje. Zvláštní zákon o státním dluhopisovém programu nebo zvláštní zákon, který pověřuje ministerstvo financí vydat státní dluhopisy nebo mu jejich vydání umožňuje, musí stanovit účel, maximální rozsah a maximální dobu splatnosti státních dluhopisů. Vláda České republiky je povinna předložit Poslanecké sněmovně Parlamentu České republiky stanovisko České národní banky k vládnímu návrhu zákona o státním dluhopisovém programu a k návrhu zvláštního zákona, který pověřuje ministerstvo financí vydat státní dluhopisy nebo mu jejich vydání umožňuje.

Státní dluhopisy vydává ministerstvo financí prostřednictvím České národní banky. Státní dluhopisy jsou emitovány se splatností delší než jeden rok (dlouhodobé státní dluhopisy) nebo



se splatností do jednoho roku (krátkodobé státní dluhopisy). Krátkodobé státní dluhopisy se označují jako státní pokladniční poukázky.

Náležitosti státních dluhopisů jsou zásadně shodné s náležitostmi běžných dluhopisů. Státní dluhopisy mohou být vydány na základě emisních podmínek, které ministerstvo vyhláší ve Sbírce zákonů, nebo v rámci dluhopisového programu. Funkci dluhopisového programu plní zvláštní zákon o dluhopisovém programu. V rámci dluhopisového programu státních dluhopisů je na rozdíl od standardního dluhopisového programu možno vydávat jednotlivé emise s různými emisními podmínkami.

Zásadní rozdíl ve srovnání s ostatními druhy dluhopisů spočívá v tom, že emisní podmínky ani dluhopisový program státních dluhopisů nepodléhají schválení České národní banky, nelze je měnit a na státní dluhopisy se nevztahují ustanovení zákona o dluhopisech upravující schůzi vlastníků.

Stejně odlišnosti se vztahují i na dluhopisy, které vydává Česká národní banka. Emisní podmínky dluhopisů vydaných Českou národní bankou se zveřejňují se ve Věstníku České národní banky, nepodléhají schválení a nelze je měnit. Majitelé dluhopisů vydaných Českou národní bankou nemohou svolat schůzi vlastníků.

### **2.3.2 Komunální dluhopisy**

Komunální dluhopis je dluhopis vydaný územním samosprávným celkem. Součástí názvu tohoto druhu dluhopisu je označení komunální. Jiné dluhopisy nesmí toto označení obsahovat. Tyto dluhopisy se v zásadě neliší od standardních dluhopisů. K vydání komunálního dluhopisu je nutný předchozí souhlas ministerstva financí. Tímto způsobem je zachována státní kontrola nad případnými riziky, které by pro rozpočty krajů nebo obcí mohly plynout z emise dluhopisů. Ministerstvo financí vyjadřuje souhlas s návrhem emisních podmínek a jeho souhlas s vydáním dluhopisu může být podmíněn dodržáním určitých podmínek. Na rozdíl od běžných dluhopisů zákon o dluhopisech neumožňuje územním samosprávným celkům emitovat dluhopisy nad objem emise stanovený v emisních podmínkách. Ministerstvo financí souhlas s emisí dluhopisů neudělí, pokud dojde k závěru, že ekonomická situace územního samosprávného celku neumožňuje řádné plnění závazků spojených s vydáním komunálního dluhopisu.

### 2.3.3 Hypoteční zástavní listy

Hypoteční zástavní list je dluhopis, jehož jmenovitá hodnota a poměrný výnos jsou plně kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů<sup>9</sup> nebo částí těchto pohledávek (řádné krytí) a popřípadě též náhradním způsobem podle zákona o dluhopisech (náhradní krytí). Součástí názvu tohoto dluhopisu je označení hypoteční zástavní list. Jiné cenné papíry nesmí toto označení obsahovat. Hypoteční zástavní listy může vydávat pouze banka se sídlem na území České republiky (nikoliv pouhá pobočka zahraniční banky), která má k této činnosti zvláštní povolení v bankovní licenci od České národní banky.

Emitent hypotečních zástavních listů je povinen zajistit, aby se součet pohledávek z hypotečních úvěrů nebo jejich částí, které splňují požadavky stanovené zákonem a mohou sloužit ke krytí závazků z hypotečních zástavních listů, spolu s celkovým objemem náhradního krytí vždy rovnal součtu aktuální výše závazků ze všech jím emitovaných hypotečních zástavních listů v oběhu. Souhrn pohledávek, které slouží ke krytí závazků z hypotečního zástavního listu, se mění v závislosti na postupném splácení a poskytování nových hypotečních úvěrů. V případě, že součet pohledávek, které jsou způsobilé krytí závazky z hypotečních zástavních listů, není dostatečný, může emitent nabýt svůj vlastní hypoteční zástavní list a tím ho dočasně stáhnout z oběhu (§ 20 DluhZ).

Je třeba zdůraznit, že neexistuje žádný právní vztah majitelů hypotečních zástavních listů k pohledávkám z hypotečních úvěrů. Pohledávky z hypotečních úvěrů jsou majetkem emitenta hypotečního zástavního listu. Český právní řád ale přiznává majitelům hypotečních zástavních listů privilegované postavení v případě, že by byl soudem zjištěn úpadek jejich emitenta. Pohledávky z hypotečních zástavních listů se uspokojují přednostně před pohledávkami ostatních věřitelů hned po uspokojení pohledávek za podstatou a pohledávek z pracovně právních vztahů (§ 32 ZKV). Pohledávky z hypotečních zástavních listů se neuspokojují odděleně z majetku tvořícího krytí hypotečních zástavních listů, ale z veškerého majetku v majetkové podstatě.

Zákon o dluhopisech stanoví požadavky na charakter řádného krytí hypotečních zástavních listů. Ke krytí závazků z hypotečních zástavních listů v oběhu jednoho emitenta mohou sloužit pouze pohledávky z hypotečních úvěrů, které jsou zajištěny zástavním právem k nemovitostem, které se nacházejí na území členského státu Evropské unie nebo na území státu tvořícího Evropský hospodářský prostor<sup>10</sup>. Ke krytí závazků z hypotečních zástavních

<sup>9</sup> Hypotečním úvěrem je úvěr, jehož splacení včetně příslušenství je zajištěno zástavním právem k nemovitosti, a to i rozestavené (§ 28 odst. 3 a 4 DluhZ).

<sup>10</sup> Vedle členských států Evropské unie tvoří Evropský hospodářský prostor Island, Lichtenštejnsko a Norsko.

listů nesmí být použity pohledávky, které převyšují 70% zástavní hodnoty nemovitostí,<sup>11</sup> které byly k jejich zajištění zastaveny. Na zastavené nemovitosti nesmí váznout zástavní právo třetí osoby, které by bylo ve stejném nebo přednostním pořadí před zástavním právem zajišťujícím pohledávku z hypotečního úvěru s výjimkou zástavního práva, kterým je zajištěn úvěr poskytnutý stavební spořitelnou za předpokladu, že stavební spořitelna dala emitentovi hypotečních zástavních listů ke zřízení zástavního práva v dalším pořadí předchozí písemný souhlas.

Zákon o dluhopisech umožňuje, aby až 10% jmenovité hodnoty hypotečních zástavních listů v oběhu vydaných jedním emitentem bylo místo pohledávek z hypotečních úvěrů kryto nerizikovými aktivy, jejichž taxativní výčet je obsažen v § 31 DluhZ (např. hotovost, vklady u České národní banky nebo státní dluhopisy). Takové krytí je označováno jako náhradní krytí.

#### **2.3.4 Vyměnitelné a prioritní dluhopisy**

Vyměnitelný dluhopis je dluhopis, s nímž je spojeno právo na jeho výměnu za jiný dluhopis nebo jiné dluhopisy anebo právo na jeho výměnu za akcii nebo akcie téhož emitenta. Toto právo může být uplatněno místo práva na splacení dluhopisu. Pokud se tedy majitel dluhopisu rozhodne pro výměnu dluhopisu za akcii nebo jiný dluhopis, ztrácí právo na proplacení jmenovité hodnoty dluhopisu a místo toho se stane akcionářem emitenta nebo majitelem jiného dluhopisu.

Prioritní dluhopis je dluhopis, se kterým je vedle práva na výplatu výnosu a jmenovité hodnoty dluhopisu spojeno právo přednostního úpisu akcií emitenta. Využitím přednostního práva na úpis akcií nezaniká oprávnění vlastníka dluhopisu požadovat proplacení jmenovité hodnoty dluhopisu. Při úpisu akcií je pak vlastník přednostního dluhopisu povinen uhradit emisní kurz akcie.

Vydání vyměnitelných a prioritních dluhopisů musí umožňovat stanovy společnosti (§ 160 ObchZ). Emise vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů je podmíněna rozhodnutím valné hromady emitenta, ve kterém valná hromada jednak schválí emisní podmínky a zároveň rozhodne o podmíněném zvýšení základního kapitálu v rozsahu, v jakém mohou být uplatněna přednostní práva z prioritních dluhopisů nebo výměnná práva z vyměnitelných dluhopisů (§ 207 ObchZ). Akcionáři společnosti mají přednostní právo na získání

---

<sup>11</sup> Pravidla pro stanovení zástavní hodnoty nemovitostí je povinen stanovit ve svých vnitřních předpisech sám emitent. Zákon o dluhopisech stanoví základní principy takového oceňování v § 29 odst. 2 DluhZ.

prioritních a vyměnitelných dluhopisů. Na toto přednostní právo se použijí přiměřeně ustanovení § 204a ObchZ.

Právo na výměnu dluhopisu nebo na přednostní úpis akcií lze uplatnit vůči emitentovi ve lhůtě stanovené v emisních podmínkách dluhopisu. Pokud není počátek této lhůty pevně stanoven v emisních podmínkách, musí emisní podmínky obsahovat způsob jejího určení a způsob, jakým bude majitelům dluhopisů oznámen její počátek.

Právo na úpis akcií z prioritního dluhopisu může být od prioritního dluhopisu odděleno a vtěleno do zvláštního cenného papíru, který se nazývá opční list (§ 217a ObchZ). Opční list je cenný papír, se kterým je spojeno právo na přednostní úpis akcií. Právní osud opčního listu je na prioritním dluhopisu nezávislý. Dluhopis a opční list tak mohou být samostatně převáděny. Opční list může mít pouze formu cenného papíru na doručitele.

Skutečnost, že jde o vyměnitelné nebo prioritní dluhopisy musí být zřetelným způsobem vyznačena na listinném dluhopisu nebo v evidenci zaknihovaných dluhopisů a ve všech materiálech používaných k propagaci takového dluhopisu.

### **2.3.5 Podřízené dluhopisy**

Podřízené dluhopisy jsou dluhopisy, kde v případě vstupu emitenta do likvidace nebo zjištění úpadku emitenta soudem budou uspokojeny pohledávky s nimi spojené až po uspokojení všech ostatních pohledávek s výjimkou pohledávek, které jsou vázány stejnou nebo obdobnou podmínkou podřízenosti. Takovými pohledávkami jsou jednak pohledávky z ostatních podřízených dluhopisů, ale i pohledávky ze smluv, ve kterých byl jejich podřízený charakter mezi stranami sjednán (např. podřízený úvěr). Podřízené dluhopisy vlastně představují opak hypotečních zástavních listů, jejichž majitelé mají v těchto situacích přednostní postavení.

Skutečnost, že jde o podřízený dluhopis, musí být zřetelným způsobem vyznačena na listinném dluhopisu nebo v evidenci zaknihovaných dluhopisů a ve všech materiálech používaných k propagaci takového dluhopisu. Podřízený dluhopis vydávaný v listinné podobě může znít pouze na jméno.

### **2.3.6 Sběrný dluhopis**

Zákon o dluhopisech umožňuje, aby celá emise dluhopisů byla představována jediným listinným dluhopisem, který nahrazuje všechny jednotlivé dluhopisy tvořící samostatnou emisi. Takový dluhopis se nazývá sběrný dluhopis<sup>12</sup>. Sběrný dluhopis je v podílovém

---

<sup>12</sup> Sběrný dluhopis je nutné odlišovat od hromadné listiny, která nahrazuje jednotlivé dluhopisy z dané emise (§ 5 odst. 3 CenP). Jednotlivými dluhopisy, které daná hromadná listina nahrazuje, ale nelze samostatně disponovat. Disponovat je možné pouze hromadnou listinnou jako samostatným předmětem práv. Za podmínek

spoluvlastnictví upisovatelů jednotlivých dluhopisů, jejichž podíly jsou určeny poměrem celkového objemu emise a počtu jednotlivých dluhopisů, které jejich vlastníci upsaly. Zákon o dluhopisech pro oblast poměrů mezi spoluvlastníky sběrného dluhopisu výslovně vylučuje aplikaci obecných ustanovení občanského zákoníku o spoluvlastnictví. Jednotlivé dluhopisy, které jsou sběrným dluhopisem představovány, nemají povahu samostatných předmětů práv. Předmětem práv jsou podíly na sběrném dluhopisu. Úpisem investor nezískává vlastnické právo k jednotlivým dluhopisům. Předmětem jeho dispozic může být pouze jeho spoluvlastnický podíl. Práva vyplývající z jeho podílu na sběrném dluhopisu je oprávněn uplatňovat vůči třetím osobám i emitentovi zcela samostatně a jejich obsah je určen stejně, jako kdyby byl vlastníkem jednotlivých dluhopisů.

Sběrný dluhopis musí být uložen a evidován u osoby oprávněné k vedení samostatné evidence podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Tato osoba je pak povinna vést zvláštní evidenci spoluvlastníků sběrného dluhopisu, která plní funkci evidence vlastníků listinných dluhopisů na jméno. Právní účinky převodu podílu na sběrném dluhopisu nastávají dnem zápisu do evidence spoluvlastníků sběrného dluhopisu.

#### **2.4 Schůze vlastníků dluhopisů**

Zákon o dluhopisech umožňuje majitelům dluhopisů ovlivňovat prostřednictvím schůze vlastníků dluhopisů rozhodnutí emitenta, která mohu mít významný vliv na jeho schopnost plnit závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů.

Schůzi vlastníků dluhopisů je oprávněn svolat vlastník dluhopisu nebo vlastník podílu na sběrném dluhopisu<sup>13</sup>. Emitent je povinen neprodleně svolat schůzi vlastníků v případě:

- návrhu změn emisních podmínek
- návrhu na přeměnu emitenta podle § 69 a násl. ObchZ
- návrhu na uzavření ovládací smlouvy nebo smlouvy o převodu zisku podle § 190a a § 190b ObchZ bez ohledu na to, kterou stranou emitent je
- návrhu na uzavření smlouvy o prodeji nebo nájmu podniku nebo jeho části, bez ohledu na to, kterou smluvní stranou emitent je, za předpokladu, že může být ohroženo řádné a včasné splacení pohledávek z dluhopisu
- je-li v prodlení s uspokojením práv spojených s jím emitovanými dluhopisy déle než 7 dní ode dne, kdy právo mohlo být uplatněno

---

stanovených v emisních podmínkách může majitel hromadné listiny požádat o její výměnu za jednotlivé cenné papíry či jiné hromadné listiny.

<sup>13</sup> Důvody pro svolání schůze vlastníků dluhopisů vlastníkem dluhopisu nebo vlastníkem podílu na sběrném dluhopisu zákon o dluhopisech nestanoví, což vyvolává obavy z možného zneužití tohoto práva.

- návrhu na podání žádosti o vyřazení dluhopisů z obchodování na regulovaném trhu
- jiných změn, které mohou významně zhoršit jeho schopnost plnit závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů

Schůze vlastníků je schopna se usnášet, jestliže se jí účastní vlastníci dluhopisů, jejichž jmenovitá hodnota představuje k rozhodnému dni pro účast na schůzi vlastníků více než 30% jmenovité hodnoty nesplacené části emise dluhopisů. Počet hlasů každého vlastníka dluhopisu odpovídá jeho podílu na celkové jmenovité hodnotě nesplacené části emise dluhopisů. Schůze vlastníků rozhoduje prostou většinou hlasů přítomných vlastníků dluhopisů. Ke změně emisních podmínek, doplnku dluhopisového programu nebo k ustanovení nebo odvolání společného zástupce vlastníků dluhopisů je nutný souhlas tří čtvrtin hlasů přítomných vlastníků dluhopisů.

Jestliže schůze vlastníků souhlasila se změnou, která byla důvodem jejího svolání, může osoba, která hlasovala proti návrhu nebo se schůze nezúčastnila, požádat o předčasné splacení jmenovité hodnoty dluhopisu včetně poměrného výnosu.

Pokud schůze vlastníků neodsouhlasí změnu, která byla důvodem jejího svolání, neznamená to, že by ji emitent nemohl uskutečnit (to pochopitelně neplatí pro změnu emisních podmínek). Nesouhlasí-li schůze vlastníků se změnou, která byla důvodem jejího svolání, může současně rozhodnout, že pokud bude emitent postupovat v rozporu s jejím usnesením, je povinen předčasně splatit vlastníkům dluhopisů, kteří o to požádají, jejich jmenovitou hodnotu včetně poměrného výnosu. Tato skutečnost značně komplikuje realizaci zásadních změn bez ohledu na to, zda s nimi vyslovila schůze vlastníků souhlas či nikoli.

Schůze vlastníků může svým rozhodnutím ustanovit společného zástupce všech vlastníků dluhopisů, který je oprávněn uplatňovat v rozsahu stanoveném v rozhodnutí schůze vlastníků jménem všech vlastníků (tedy nikoli pouze těch, kteří se zúčastnili schůze nebo hlasovali pro jeho volbu) práva spojená s dluhopisy. Tato konstrukce je značně problematická. Přestože ze zákona vyplývá, že ke všem úkonům musí být společný zástupce výslovně zmocněn v rozhodnutí schůze, nelze například vyloučit situaci, kdy majitelé 15% objemu emise zmocní společného zástupce k uplatnění práva na vyplacení výnosu dluhopisu všech majitelů dluhopisů dané emise. Zákon navíc stanoví, že v rozsahu, v jakém je oprávněn uplatnit práva spojená s dluhopisy společný zástupce, nemohou uplatňovat práva jejich vlastníci.

### **3. PROCES EMISE DLUHOPISŮ**

#### **3.1 Příprava emise dluhopisů**

V této kapitole se budeme věnovat procesu emise dluhopisů ve formě veřejné nabídky, která je následována žádostí emitenta o přijetí těchto dluhopisů k obchodování na regulovaném trhu. Tato forma emise bývá nejčastější, protože umožňuje emitentovi oslovit široké spektrum investorů, kteří pak mají možnost s emitovanými dluhopisy obchodovat na sekundárním trhu, což zvyšuje jejich likviditu, snižuje požadovaný výnos a v konečném důsledku vede k relativně nižším nákladům financování. V případě, že investoři nepožadují veřejnou obchodovatelnost emise nebo jsou dluhopisy nabízeny předem omezenému okruhu investorů, je možné některé z níže uvedených kroků vynechat.

##### **3.1.1 Rozhodnutí o emisi dluhopisů**

Emitentem dluhopisů je zpravidla právnická osoba<sup>14</sup>. O emisi dluhopisů rozhoduje její statutární orgán, pokud společenská smlouva nebo stanovy nevyhražují rozhodnutí o emisi dluhopisů do působnosti valné hromady.

V první fázi rozhodování o emisi dluhopisů je třeba zvážit, jaké parametry by měla emise splňovat, aby se jí podařilo umístit na finančním trhu. Obecně lze říci, že emise musí být dostatečně atraktivní pro investory a současně respektovat schopnost emitenta plnit po celou dobu její životnosti závazky z ní plynoucí.

Předmětem rozhodování budou zejména otázky týkající se objemu emise, charakteru a výše výnosu, jmenovité hodnoty, emisního kurzu, splatnosti, způsobu splácení, podoby, formy, obchodovatelnosti, zajištění, druhu dluhopisu, země, kde budou dluhopisy emitovány a měny, ve které budou emitovány.

Při rozhodování o objemu emise je třeba vycházet z potřeby kapitálu a způsobilosti emitenta platit za poskytnuté prostředky výnos a poskytnuté prostředky ve stanovený den splatnosti vrátit. Přihlédnout je třeba ke kapacitě finančních trhů, která je determinována objemem emisí ostatních emitentů, likviditou investorů a jejich postojem k riziku. Je třeba respektovat minimální objem emise stanovený právními předpisy nebo organizátorem regulovaného trhu pro přijetí emise k obchodování na regulovaném trhu. Objem emise také ovlivňuje náklady, které jsou s vydáním dluhopisů spojené.

---

<sup>14</sup> Emitentem dluhopisů může být také fyzická osoba, která je bankou s místem podnikání na území státu Evropské unie nebo jiného státu tvořícího Evropský hospodářský prostor, a která na území České republiky podniká na základě jednotné bankovní licence podle zvláštního právního předpisu, upravujícího činnost bank (§ 3 odst. 1 druhá věta DluhZ).

Výše výnosu by měla být tak vysoká, aby přilákala dostatek investorů, a tak nízká, aby byla spojena s minimálními náklady na straně emitenta. Při stanovení výše výnosu je třeba vycházet ze situace na trhu, z výše výnosu alternativních investic, z bonity emitenta, ze způsobu zdanění výnosů z dluhopisů a z ostatních charakteristik emitovaného dluhopisu (splatnost, způsob splácení, zajištění, měna, obchodovatelnost, možnost konverze dluhopisu na akcie, právo výpovědi apod.).

Rozhodování o jmenovité hodnotě dluhopisů závisí především na typu investorů, které chce emitent oslovit. Je-li emise určena pro drobné investory, dluhopisy mají relativně nízkou jmenovitou hodnotu. Pokud se investoři rekrutují z řad institucionálních investorů, jmenovitá hodnota bývá vyšší. Některé druhy nákladů spojených s emisí jsou závislé na počtu vydaných dluhopisů. Zvolí-li emitent vyšší nominální hodnotu, jsou při daném objemu emise tyto náklady nižší.

Doba splatnosti a způsob splácení emise vychází z doby, na kterou emitent daný kapitál potřebuje. Je vhodné, aby způsob splácení emise kopíroval cash flow, které bude generováno aktivem pořízeným z prostředků získaných emisí. Doba splatnosti a způsob splácení by také měly odrážet požadavky investorů.

### **3.1.2 Výběr aranžéra emise dluhopisů a jeho funkce**

Vydání dluhopisu zabezpečuje emitent nebo jím pověřená osoba, která je k této činnosti oprávněna podle zvláštního právního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu, a která obstará vydání emise nebo se smluvně zaváže stát se prvním nabyvatelem emise nebo její části (§ 15 odst. 1 DluhZ). Emise dluhopisů je komplikovaný proces, který vyžaduje detailní znalost právních předpisů a výborný přehled o situaci na finančních trzích. Emitenti dluhopisů proto ve většině případů realizaci emise nezajišťují sami, ale využívají služeb emisních zprostředkovatelů, pro které se používá označení aranžér<sup>15</sup>. Funkci aranžéra emise dluhopisů může v České republice vykonávat pouze obchodník s cennými papíry (§ 4 odst. 5 PKT). Aranžéry bývají nejčastěji banky. Zkušenosti a prestiž aranžéra a jeho kontakty s potenciální investory jsou klíčové pro úspěšné umístění emise na finančních trzích. Role aranžéra zahrnuje zejména následující činnosti:

- zajišťuje poradenskou činnost při přípravě a realizaci emise
- společně s emitentem stanovuje finální strukturu emise, její časový harmonogram a způsob jejího umístění na finančním trhu

<sup>15</sup> Emisi, při které emitent využívá služeb aranžéra, označujeme jako cizí emisi. Opakem cizí emise je emise vlastní. S vlastní emisí se v praxi prakticky nesetkáme.



- připravuje marketingovou strategii pro umístění emise
- organizuje prezentace emitenta a emise investorům (tzv. road show)
- podílí se na přípravě emisní dokumentace
- obstarává registraci zaknihovaných a tisk listinných dluhopisů
- organizuje úpis dluhopisů a jejich umístění na regulovaném trhu
- vede syndikát upisovatelů a zajišťuje vypořádání mezi členy syndikátu
- provádí vypořádání dluhopisů a plateb souvisejících s jejich emisí

Výběr aranžéra probíhá na základě výzvy k podání nabídky na roli aranžéra emise dluhopisů. Výzva k podání nabídky na roli aranžéra emise dluhopisů je dokument, kterým se emitent dluhopisů obrací na skupinu předem vytipovaných obchodníků s cennými papíry (např. financující banky emitenta a renomovaní obchodníci s cennými papíry se zkušenostmi v oblasti emisí cenných papírů) a žádá je, aby mu předložili nabídku na roli aranžéra<sup>16</sup>. Výzva k podání nabídky by měla obsahovat termín pro předložení nabídky a popis způsobu a kritérií hodnocení nabídek (počet kol, kvalitativní a kvantitativní kritéria a jejich váhy). Doporučuje se požádat o vypracování variantní nabídky (např. pro splatnost 5 nebo 7 let, pro emisi v CZK nebo EUR, pro fixní nebo pohyblivý výnos) a vyžádat si nabídku v předem definované struktuře, která může mít například tuto podobu:

- popis aktuální a očekávané situace na dluhopisovém trhu
- strategie umístění emise na dluhopisovém trhu (marketingová strategie, okruh investorů, způsob umístění emise)
- parametry emise (objem emise, charakter a výše výnosu, jmenovitá hodnota, emisní kurz, splatnost, způsob splácení, zajištění, měna)
- struktura dokumentace
- harmonogram emise
- reference
- závaznost nabídky a omezení její platnosti

Na základě došlých nabídek si emitent vybere aranžéra nebo skupinu aranžérů emise, pokud několik obchodníků s cennými papíry podalo společnou nabídku, a uzavře s nimi smlouvu o zajištění emise dluhopisů.

---

<sup>16</sup> V případě, že se na emitenta vztahuje povinnost vyhlásit veřejnou soutěž podle zákona č. 199/1994 Sb., zákon o zadávání veřejných zakázek, je třeba, aby výzva k podání nabídky na roli aranžéra emise dluhopisů byla v souladu s tímto zákonem.

### 3.1.3 Struktura emise dluhopisů

V rámci svého předmětu podnikání, kterým je obchodování s cennými papíry, je aranžér v častém kontaktu s investory a má možnost průběžně zjišťovat, jaký je na trhu zájem o novou emisi dluhopisů. Jeho pozornost se soustředí hlavně na to, jakou cenu by potenciální investoři za novou emisi dluhopisů byly ochotni zaplatit a jak velký objem emise by byly ochotni koupit. Na základě těchto neformálních kontaktů s trhem získá aranžér poměrně brzy jasnou představu o ceně, za kterou by bylo možné novou emisi dluhopisů na finančním trhu umístit, o tom, jak velký objem emise je trh ochoten absorbovat a o tom, jaká je struktura emise požadovaná investory. Současně si vytváří představu o vhodných typech investorů, které později formálně osloví s nabídkou na nákup nově emitovaných dluhopisů.

Optimální situace nastává, pokud je objem dluhopisů, který investoři mají v úmyslu koupit, jimi požadovaný výnos a struktura emise v souladu s předpoklady emitenta. Jestliže je o emisi velký zájem, může emitent zvýšit objem emise, snížit výnos dluhopisu nebo prodloužit jeho splatnost. Pokud by hrozilo, že o emisi bude malý zájem nebo pokud by byl výnos požadovaný investory vyšší, než je emitent připraven akceptovat, navrhne aranžér emitentovi alternativní řešení, které bude záviset na konkrétních okolnostech případu. Řešením může být zejména zkrácení splatnosti dluhopisu, snížení objemu emise, zvýšení výnosu, zajištění dluhopisu nebo odložení emise na vhodnější dobu<sup>17</sup>.

Na základě informací získaných na trhu stanoví aranžér společně s emitentem definitivní strukturu emise a její časový harmonogram, zahájí due diligence<sup>18</sup> a přípravu emisní dokumentace, rozhodne o způsobu umístění emise na finančním trhu, připraví marketingovou strategii emise a naplánuje prezentace, na kterých budou emitent a emise představeny potenciálním investorům.

V této fázi procesu emise dluhopisů plní aranžér poradenskou a konzultační funkci a naplno v ní vyniknou jeho zkušenosti, znalost finančního trhu a schopnost oslovit vhodné investory a odhadnout jejich požadavky. Aranžér musí mít takové kvality, aby dokázal minimalizovat rizika spojená s emisí dluhopisů. Musí správně odhadnout čas, kdy má být emise na finanční trh umístěna, a musí být schopen sladit poptávku po dluhopisech s jejich nabídkou.

<sup>17</sup> Aranžéři emise obdrží část své odměny za zprostředkování emise dluhopisů ve formě slevy z kupní ceny dluhopisů. Z pohledu emitenta dluhopisů je tato sleva součástí nákladů financování a je třeba ji zohlednit při stanovení výše výnosu dluhopisu.

<sup>18</sup> Due diligence je označení pro hloubkovou kontrolu právní, ekonomické, účetní a daňové situace emitenta, jejímž cílem je identifikovat právní, ekonomická, účetní a daňová rizika vyplývající z jeho činnosti. Na due diligence se podílí právní poradci (právní due diligence), aranžér (ekonomická due diligence) a auditor (účetní a daňová due diligence).

### 3.1.4 Příprava emisní dokumentace

Přípravu emisní dokumentace zajišťuje aranžér prostřednictvím svého právního poradce společně s emitentem a jeho právním poradcem. Emisní dokumentace je připravována v souladu se standardy obvyklými pro tento typ transakcí na světových finančních trzích. To vede k tomu, že připomínky jednotlivých stran k obsahu emisní dokumentace se objevují jen zřídka a případné námitky se daří vyřídit relativně rychle. Součástí emisní dokumentace jsou zejména následující dokumenty:

- emisní podmínky
- prospekt dluhopisu
- smlouva o zajištění emise dluhopisů
- smlouva o úpisu emise dluhopisů
- smlouva mezi upisovateli emise dluhopisů
- smlouva o založení a vedení registru emitenta zaknihovaných dluhopisů
- smlouva o správě emise dluhopisů
- žádost o přidělení ISIN

Smlouvě o zajištění emise dluhopisů, smlouvě o úpisu emise dluhopisů, smlouvě mezi upisovateli emise dluhopisů a smlouvě o správě emise dluhopisů se budeme podrobněji věnovat v samostatné kapitole.

#### Emisní podmínky

Emitent může vydat dluhopisy, pokud Česká národní banka schválí emisní podmínky dluhopisů<sup>19</sup>. Emisní podmínky vymezují práva a povinnosti emitenta a vlastníka dluhopisu, jakož i podrobnější informace o emisi dluhopisů, a obsahují vždy:

- o) identifikační údaje emitenta
- p) údaje o emitentovi
- q) název dluhopisu, který obsahuje slovo dluhopis nebo označení zvláštního druhu dluhopisu
- r) identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů, je-li přidělováno, nebo jiný údaj identifikující dluhopis
- s) jmenovitou hodnotu
- t) údaj o schválení emisních podmínek<sup>20</sup>

<sup>19</sup> To neplatí pro státní dluhopisy a dluhopisy vydávané Českou národní bankou.

<sup>20</sup> Protože údaj o schválení emisních podmínek nemůže být v době, kdy se o schválení emisních podmínek teprve žádá, k dispozici, stanoví § 8 odst. 5 DluhZ, že pokud nejsou některé údaje, které mají emisní podmínky obsahovat, ke dni jejich schvalování známy, Česká národní banka schválí emisní podmínky, pokud obsahují informaci o tom, jakým způsobem budou tyto údaje stanoveny a doplněny. Emisní podmínky musí být uveřejněny včetně těchto údajů.

- u) výnos dluhopisu nebo způsob stanovení jeho výše
- v) datum emise
- w) způsob a místo výplaty jmenovité hodnoty dluhopisu a výnosu z něho
- x) formu dluhopisu
- y) prohlášení emitenta, že se zavazuje splatit dlužnou částku způsobem a v místě uvedeném v emisních podmínkách
- z) data splatnosti dluhopisu a výnosu z něho, není-li výnos určen rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem
- aa) údaj o podobě dluhopisu
- bb) lhůtu pro upisování emise dluhopisu (emisní lhůta)
- cc) emisní kurz, případně způsob jeho stanovení, a pro případ, že emisní kurz bude určován kurzem dosaženým v aukci, způsob aukce
- dd) předpokládanou celkovou jmenovitou hodnotu emise dluhopisu
- ee) způsob a místo upisování dluhopisu a způsob a místo splácení emisního kurzu upsaného dluhopisu
- ff) způsob výpočtu výnosu dluhopisu
- gg) údaje o zdaňování výnosu dluhopisu
- hh) údaje o osobách, které se podílejí na zabezpečení vydání dluhopisu, splacení dluhopisu a na vyplácení výnosu z dluhopisu, s uvedením způsobu jejich účasti na těchto činnostech
- ii) informace o promlčení práv z dluhopisu
- jj) způsob oznamování svolání schůze vlastníků dluhopisů, jakož i vlastníků podílů na sběrném dluhopisu
- kk) informaci o tom, kým, kdy a s jakým výsledkem bylo provedeno ohodnocení finanční způsobilosti emitenta (rating), nebo informaci, že ohodnocení nebylo provedeno
- ll) označení regulovaného trhu nebo volného trhu, na kterém emitent hodlá požádat o přijetí dluhopisů k obchodování, nebo informaci, že nehodlá o takové přijetí požádat

Emisní podmínky obsahují také vymezení dalších práv a povinností emitenta a vlastníka dluhopisu, jakož i podrobnější informace o emisi dluhopisů, pokud přicházejí v úvahu podle podmínek vydání a záměrů emitenta, a to zejména:

1. rozhodnutí emitenta, že emise dluhopisů bude v rámci emisní lhůty vydávána postupně (v tranších)
2. právo emitenta zvýšit objem emise a možný rozsah tohoto zvýšení, případně právo emitenta vydat dluhopisy v předpokládaném objemu i po uplynutí emisní lhůty

3. údaj o tom, že je splacení dluhopisu nebo vyplacení výnosu zajištěno třetí osobou, a údaj, kde je smlouva o zajištění přístupná veřejnosti
4. údaje o zástavním právu u dluhopisu, jehož splacení nebo vyplacení výnosu z něho je zajištěno zástavou, a způsob, jakým bude zástavní právo uplatněno
5. způsob losování u dluhopisu, jehož výnos je spojen s dluhopisem, který je losován
6. údaj o případných dalších právech vlastníků dluhopisů, jsou-li s dluhopisem spojena
7. nepřipustnost oddělení práva na výnos dluhopisu, pokud emitent oddělení tohoto práva vylučuje
8. oprávnění emitenta splatit dluhopis přede dnem jeho splatnosti včetně poměrného výnosu, s vymezením podmínek a způsobu předčasného splacení a též způsobu výpočtu hodnoty nesplacených a nevrácených kupónů
9. oprávnění vlastníka dluhopisu žádat splacení dluhopisu před dobou splatnosti včetně vymezení podmínek, za kterých je oprávněn tak učinit
10. znění rozhodčí doložky, mají-li být spory o právech a povinnostech spojených s dluhopisem řešeny v rozhodčím řízení
11. u vyměnitelného dluhopisu způsob oznámení dne, od kterého lze právo na výměnu za jiný dluhopis nebo jiné dluhopisy anebo akcii či akcie uplatnit, a místo a lhůtu pro uplatnění tohoto práva
12. u prioritního dluhopisu způsob oznámení dne, od kterého lze právo na přednostní úpis akcií uplatnit, a místo a lhůtu pro uplatnění tohoto práva
13. u podřízeného dluhopisu ustanovení, že pohledávky vlastníků těchto dluhopisů s nimi spojené budou uspokojeny až po uspokojení všech ostatních pohledávek, s výjimkou pohledávek, které jsou vázány stejnou nebo obdobnou podmínkou podřízenosti v případě vstupu emitenta do likvidace nebo zjištění úpadku emitenta soudem.

Emisní podmínky schvaluje Česká národní banka na žádost emitenta. Při schvalování emisních podmínek Česká národní banka posuzuje, zda žádost o schválení emisních podmínek a emisní podmínky mají zákonem požadované náležitosti a zda cenný papír, který má být vydán, je dluhopisem. Nemají-li žádost o schválení emisních podmínek nebo emisní podmínky zákonem požadované náležitosti, vyzve Česká národní banka žadatele, aby je doplnil a stanoví lhůtu k jejich doplnění. Česká národní banka je povinna rozhodnout o žádosti o schválení emisních podmínek do 60 dnů ode dne jejího doručení nebo doplnění, jinak se má za to, že emisní podmínky schválila. Pokud emitent do 6 měsíců ode dne nabytí právní moci rozhodnutí o schválení emisních podmínek nezačne upisování dluhopisů, pozbývá toto rozhodnutí právních účinků.

Emisní podmínky musí být uveřejněny nejpozději k datu emise. K jejich uveřejnění nesmí dojít před nabytím právní moci rozhodnutí České národní banky, kterým byly schváleny. Zákon o dluhopisech stanoví různé způsoby uveřejnění emisních podmínek v závislosti na tom, zda dluhopisy budou veřejně nabízeny a zda jejich schvalování probíhá společně se schvalováním prospektu. V typickém případě, kdy dluhopisy jsou veřejně nabízeny a emisní podmínky jsou schvalovány společně s prospektem, se emisní podmínky uveřejní společně s prospektem minimálně jedním z následujících způsobů: na internetových stránkách emitenta nebo obchodníka s cennými papíry, pokud cenné papíry umísťuje nebo prodává, nebo organizátora regulovaného trhu, na kterém je žádáno o přijetí k obchodování, v celostátně distribuovaném deníku nebo v podobě bezplatně dostupné brožury, která je k dispozici v sídle emitenta, obchodníka s cennými papíry nebo organizátora regulovaného trhu.

Emisní podmínky může emitent až na výjimky stanovené v § 12 odst. 6 DluhZ změnit jen pokud se podstatně změnily podmínky, za kterých byly stanoveny, po předchozím souhlasu schůze vlastníků a po schválení Českou národní bankou.

Zákon o dluhopisech umožňuje emitentovi, který chce emitovat předem neurčený počet emisí dluhopisů, aby požádal Českou národní banku o schválení společných emisních podmínek pro tyto emise. Emisní podmínky společné pro předem neurčený počet emisí dluhopisů se nazývají dluhopisový program (§ 13 DluhZ). V žádosti o schválení dluhopisového programu je emitent povinen uvést dobu trvání dluhopisového programu a nejvyšší objem nesplacených dluhopisů vydaných v rámci dluhopisového programu. Nejvyšší objem nesplacených dluhopisů vydaných v rámci dluhopisového programu nesmí emitent překročit v žádném okamžiku po dobu trvání dluhopisového programu. Tímto způsobem je omezena možnost emitenta volně emitovat dluhopisy v rámci dluhopisového programu.

### **Prospekt dluhopisu**

Jestliže dluhopis má být veřejně nabízen nebo přijat k obchodování na regulovaném trhu, je třeba vypracovat prospekt dluhopisu. Prospekt obsahuje údaje o emitentovi a emitovaném dluhopisu, podléhá schválení České národní banky a slouží investorům jako podklad pro posouzení kvality nabízeného dluhopisu a pro rozhodnutí zda emitovaný dluhopis koupit.

Prospekt musí obsahovat 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 emitenta, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí

osoby zaručující se za splacení cenných papírů. Prospekt musí být formulován srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu (§ 36 odst. 1 PKT).

Podle nařízení Komise Evropských společenství<sup>21</sup> má prospekt dluhopisu tyto hlavní části:

- shrnutí prospektu
- rizikové faktory vztahující se k emitentovi
- rizikové faktory vztahující se k dluhopisům
- osoby odpovědné za údaje uvedené v prospektu a za sestavení prospektu
- informace o auditorech emitenta
- informace o upisování a prodeji dluhopisů
- emisní podmínky
- přehled osob zúčastněných na emisi (především aranžér a administrátor emise)
- způsob použití výtěžku emise
- základní údaje o emitentovi
- přehled hlavních činností emitenta
- analýza trhů, na kterých emitent působí
- organizační struktura emitenta
- informace o trendech, které ovlivňují a budou ovlivňovat činnost emitenta
- řídicí a dozorčí orgány emitenta
- hlavní akcionáři
- historické účetní výkazy
- projekce hospodářských výsledků
- významné smlouvy
- zdanění výnosů z dluhopisu
- právní režim, kterým se řídí práva a povinnosti emitenta a majitelů dluhopisů

Prospekt dluhopisu schvaluje Česká národní banka, která rozhodne o žádosti o schválení prospektu do 10 pracovních dnů ode dne doručení této žádosti, pokud jsou součástí žádosti doklady o tom, že emitent dluhopisu uvedeného v prospektu má už cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu nebo už veřejně cenné papíry nabízel. Tato lhůta se prodlužuje o 20 pracovních dnů pokud emitent dluhopisu uvedeného v prospektu nemá žádné cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu a dosud veřejně cenné papíry nenabízel.

---

<sup>21</sup> Nařízení Komise ES č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazů, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů.

Prospekt se uveřejňuje bez zbytečného odkladu po schválení v úplném znění minimálně jedním z následujících způsobů: na internetových stránkách emitenta nebo obchodníka s cennými papíry, pokud cenné papíry umísťuje nebo prodává, nebo organizátora regulovaného trhu, na kterém je žádáno o přijetí k obchodování, v celostátně distribuovaném deníku nebo v podobě bezplatně dostupné brožury, která je k dispozici v sídle emitenta, obchodníka s cennými papíry nebo organizátora regulovaného trhu.

Pro účely veřejné nabídky a přijetí cenného papíru k obchodování na oficiálním trhu je prospekt platný po dobu 12 měsíců od prvního uveřejnění.

Prospekt dluhopisu a emisní podmínky mají velmi podobné funkce. Tím, že stanoví práva a povinnosti emitenta a vlastníka dluhopisu, plní funkci normativní. Současně mají funkci informační, protože shrnují a uveřejňují všechna relevantní fakta o emitentovi a emitovaném dluhopisu. Vzhledem k neprovázanosti právní úpravy těchto dokumentů je ale nutné vyhotovit jak prospekt tak emisní podmínky a oba dokumenty předložit České národní bance ke schválení. Určité zjednodušení přináší zákon o dluhopisech, který stanoví, že prospekt dluhopisu a emisní podmínky mohou tvořit jeden dokument a mohou být schvalovány společně (§ 7 odst. 3 DluhZ).

### **Smlouva o založení a vedení registru emitenta zaknihovaných dluhopisů**

V případě, že jsou emitovány zaknihované dluhopisy, je třeba založit registr emitenta (tj. evidenci všech cenných papírů vydaných jedním emitentem) a otevřít majetkové účty vlastníků dluhopisů (tj. evidenci všech cenných papírů vlastněných jednou osobou). Evidenci zaknihovaných cenných papírů vede podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu centrální depozitář. Vzhledem k tomu, že zatím žádná společnost nezískala povolení k činnosti centrálního depozitáře, vede evidenci zaknihovaných cenných papírů Středisko cenných papírů. Založení a vedení registru emitenta a otevírání majetkových účtů prvních nabyvatelů dluhopisů upravuje smlouva mezi Střediskem cenných papírů a administrátorem emise dluhopisů. Administrátor emise dluhopisů je finanční instituce zodpovědná zejména za založení registru emitenta, otevření majetkových účtů prvních nabyvatelů dluhopisů, za připsání dluhopisů na majetkové účty prvních nabyvatelů (tj. za vydání dluhopisů ve smyslu § 5 odst. 1 CenP) a za obstarání plateb souvisejících s dluhopisy (přijímá platby kupní ceny dluhopisů od investorů a převádí je na účet emitenta, obstarává výplatu výnosů dluhopisů a splacení dluhopisů). Administrátor provádí tyto činnosti na základě smlouvy o správě emise dluhopisů, kterou uzavírá s emitentem.



## **Žádost o přidělení ISIN**

Pro účely obchodování na regulovaném trhu je třeba požádat centrálního depozitáře o přidělení identifikačního označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (ISIN). ISIN je rovněž jednou z náležitostí emisních podmínek a prospektu dluhopisu. Do doby, než evidenci zaknihovaných cenných papírů převezme centrální depozitář, přiděluje ISIN Česká národní banka.

## **Ostatní**

Jestliže emitované dluhopisy mají mít listinnou podobu, je třeba zajistit jejich vytištění. Listinné dluhopisy, které mají být přijaty k obchodování na oficiálním trhu, musí být vytištěny v tiskárně, která má povolení k tisku cenných papírů, a musejí splňovat náležitosti technického provedení listinného cenného papíru, které stanoví vyhláška č. 260/2004 Sb., o náležitostech technického provedení kótovaných listinných cenných papírů.

## **3.2 Umístění emise dluhopisů na regulovaný trh**

### **3.2.1 Veřejná nabídka dluhopisů**

Existují dvě základní formy nabídky dluhopisů. Veřejná nabídka, která je adresována neomezenému okruhu osob, a soukromá (neveřejná) nabídka, která je určena úzkému okruhu předem vybraných osob. Rozlišování mezi veřejnou a soukromou nabídkou má význam pro různý stupeň ochrany investorů. Protože při veřejné nabídce se předpokládá, že budou osloveni i neprofesionální investoři, legislativní úprava stanoví pro tuto formu nabídky určité náležitosti.

Veřejnou nabídkou je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech<sup>22</sup> a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry (§ 34 odst. 1 PKT). Veřejně nabízet investiční cenné papíry může jen osoba, která nejpozději na počátku veřejné nabídky uveřejní prospekt cenného papíru schválený Českou národní bankou nebo zahraničním orgánem dohledu. Výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt stanoví § 35 odst. 2 a 3 PKT. Jedná se například o situace, kdy nejnižší možná investice pro jednoho investora je rovna nebo vyšší než částka odpovídající 50 000 EUR, jestliže jmenovitá hodnota nebo cena za jeden kus se rovná alespoň částce odpovídající 50 000 EUR, jestliže je nabídka učiněna výhradně kvalifikovaným investorům<sup>23</sup>, jestliže jsou cenné papíry nabízeny

<sup>22</sup> Co se rozumí investičními cennými papíry stanoví § 3 odst. 2 PKT. Mezi investiční cenné papíry řadíme zejména akcie a dluhopisy.

<sup>23</sup> § 34 odst. 2 písm. d)

v souvislosti s nabídkou převzetí výměnou za jiné cenné papíry nebo jestliže jsou nabízeny v souvislosti s přeměnou společnosti.

Z uvedeného vyplývá, že kromě výjimek podle § 35 odst. 2 a 3 PKT je možné nabízet dluhopisy bez povinnosti uveřejnit prospekt pouze v případě, že se nejedná o veřejnou nabídku.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu neurčuje způsob uveřejnění veřejné nabídky, její náležitosti ani to, kdo je oprávněn ji učinit. V typickém případě bude veřejná nabídka učiněna aranžérem nebo emitentem prostřednictvím finančních informačních sítí Reuters a Bloomberg, internetu, denního tisku nebo tištěného dokumentu a bude obsahovat prospekt dluhopisu, způsob podávání objednávek k úpisu dluhopisů a časový harmonogram emise.

### **3.2.2 Žádost o přijetí dluhopisu k obchodování na regulovaném trhu**

Po zahájení veřejné nabídky žádá emitent dluhopisu o přijetí dluhopisu k obchodování na regulovaném trhu. Emitent se tímto krokem snaží zvýšit atraktivitu emise, protože likvidní dluhopisy, které je možné kdykoli prodat, jsou pro investory mnohem atraktivnější než dluhopisy, pro které žádný trh neexistuje.

Regulovaným trhem s investičními nástroji<sup>24</sup> se rozumí trh, který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování, obchoduje se na něm pravidelně, má stanovená pravidla pro tvorbu kurzů investičních nástrojů, pravidelně uveřejňuje kurzy investičních nástrojů dosažené při obchodování, podléhá dohledu orgánu dohledu státu, ve kterém má sídlo a skutečné sídlo a je uvedený v seznamu regulovaných trhů zveřejněném v Úředním věstníku Evropské unie. Regulovaný trh může v České republice organizovat burza (v současné době Burza cenných papírů Praha, a.s.) nebo organizátor mimoburzovního trhu s investičními nástroji (v současné době RM-System, a.s.). Podle podmínek pro přijetí investičního nástroje k obchodování může být regulovaný trh rozdělen na oficiální trh, na kterém se obchoduje s cennými papíry, a speciální trh, na kterém se obchoduje s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry.

Podmínky pro přijímání dluhopisů k obchodování na oficiálním trhu a informační povinnosti emitenta spojené s jejich přijetím k obchodování na oficiálním trhu stanoví § 44, § 118, § 121 a § 125 PKT. Organizátor regulovaného trhu může stanovit další podmínky nebo informační povinnosti ve svých všeobecných obchodních podmínkách. Tohoto oprávnění organizátoři

---

<sup>24</sup> Investičními nástroji (§ 3 odst. 1 PKT) jsou zejména akcie, dluhopisy, podílové listy, nástroje peněžního trhu a deriváty.

využívají k vytvoření několika trhů, které se liší bonitou cenných papírů, které se na nich obchodují.

Dluhopis přijatý k obchodování na oficiálním trhu je kótovaný dluhopis. Na přijetí dluhopisu k obchodování na oficiálním trhu není právní nárok. O opravném prostředku proti rozhodnutí organizátora regulovaného trhu o nepřijetí dluhopisu k obchodování na oficiálním trhu rozhoduje Česká národní banka (§ 49 odst. 2 PKT). Organizátor regulovaného trhu může přijmout dluhopisy k obchodování na oficiálním trhu jestliže:

- byl uveřejněn prospekt dluhopisu a od jeho uveřejnění uplynul alespoň 1 den
- právní postavení emitenta je v souladu s právem státu, ve kterém má sídlo
- jmenovitá hodnota emise dluhopisu dosahuje v korunách českých hodnoty odpovídající 200 000 eur
- emitent dluhopisů zveřejnil účetní závěrku nejméně za 3 po sobě následující účetní období předcházející účetnímu období, ve kterém je podána žádost o přijetí dluhopisu k obchodování na regulovaném trhu. Tato podmínka nemusí být splněna, jestliže emitent existuje méně než tři roky a přijetí dluhopisů k obchodování na oficiálním trhu je v zájmu emitenta nebo investorů a jestliže investoři mají dostatek informací nezbytných k posouzení emitenta a dluhopisu
- dluhopisy splňují požadavky práva státu, podle kterého byly vydány
- není vyloučena ani omezena převoditelnost dluhopisů
- je plně splacen emisní kurz dluhopisů
- žádost o přijetí k obchodování se vztahuje na všechny dluhopisy stejné emise,
- dluhopisy, které mají listinnou podobu, jsou vytištěny v souladu s požadavky kladenými na tisk listinných cenných papírů
- jedná-li se o vyměnitelné dluhopisy, prioritní dluhopisy nebo dluhopisy s opčním listem, které mají být vyměněny za akcie, a akcie stejného druhu jsou již přijaté k obchodování na oficiálním trhu nebo investoři mají k dispozici všechny informace nezbytné k posouzení hodnoty těchto akcií
- emise dluhopisů byla vydána v jedné podobě a všechny její kusy mají stejnou jmenovitou hodnotu a stejný ISIN
- organizátorovi regulovaného trhu nejsou známy okolnosti, které by v případě přijetí dluhopisů k obchodování na oficiálním trhu mohly vést k poškození investorů, k ohrožení jejich zájmů nebo k ohrožení důležitých veřejných zájmů

Podat žádost o přijetí dluhopisu k obchodování na regulovaném trhu a rozhodnout o této žádosti lze ještě před datem emise dluhopisu. Rozhodnutí organizátora regulovaného trhu

o přijetí dluhopisu k obchodování na regulovaném trhu je v takovém případě podmíněčné a s emisí je možné začít reálně obchodovat až po předložení všech dokladů vyžadovaných v rozhodnutí o přijetí dluhopisu k obchodování.

### **3.2.3 Úpis, vydání a vypořádání emise dluhopisů**

Úpis dluhopisů probíhá tak, že po uveřejnění veřejné nabídky dluhopisů zasílají zájemci o dluhopisy aranžérovi objednávky k jejich úpisu a aranžér na základě těchto objednávek alokuje dluhopisy mezi jednotlivé zájemce. Zájem upsat celou emisi nebo její část může mít také aranžér. Všichni zájemci o dluhopisy tvoří tzv. syndikát upisovatelů, jehož členové uzavírají s emitentem smlouvu o upsání dluhopisů, která stanoví podmínky upsání dluhopisů, způsob splacení emisního kurzu dluhopisů a podmínky připsání zaknihovaných dluhopisů na majetkové účty prvonabyvatelů dluhopisů (resp. podmínky předání listinných dluhopisů jejich prvonabyvatelům). Mezi sebou uzavírají členové syndikátu smlouvu, kterou zmocňují aranžéra, aby v souvislosti s emisí dluhopisů jednal jako jejich zástupce, a současně upravují postup pro případ, že by některý z nich nedostal svým závazkům ze smlouvy o úpisu dluhopisů.

Dluhopis je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stane majetkem prvního nabyvatele (§ 5 odst. 1 CenP). Proces emise dluhopisů je strukturován tak, že úpis dluhopisů a jejich vydání spadají do stejného okamžiku.

Dluhopis, který obsahuje všechny náležitosti stanovené pro něj právním předpisem, je vydán i přesto, že nebyly dodrženy náležitosti postupu při jeho vydání nebo že se nestal zákonem stanoveným způsobem majetkem svého prvního nabyvatele, byl-li první nebo kterýkoli další nabyvatel v dobré víře, že nabývá řádně vydaný dluhopis. Tím není dotčena odpovědnost osob, které porušily povinnosti při vydávání dluhopisu. Není-li prokázán opak, má se za to, že nabyvatel jednal v dobré víře. Osoby, do jejichž práv bylo zasaženo vadným postupem při vydání dluhopisu, mají právo na náhradu škody, jak vůči emitentovi, tak vůči osobám, které jménem emitenta nebo na jeho účet v této věci jednaly. Tato odpovědnost se řídí úpravou náhrady škody podle obchodního zákoníku.

Emitent je oprávněn vydat dluhopisy v menším objemu emise, jestliže se do konce emisní lhůty nepodařilo upsat předpokládaný objem emise. Emitent je oprávněn vydat dluhopisy i ve větším objemu emise, než byla předpokládaná celková jmenovitá hodnota emise dluhopisů, a to i po plynutí emisní lhůty, je-li tato možnost uvedena v emisních podmínkách. Emitent je

rovněž oprávněn vydat dluhopisy až do výše předpokládané celkové jmenovité hodnoty emise dluhopisů i po uplynutí emisní lhůty, je-li tato možnost uvedena v emisních podmínkách.

Nedojde-li k vydání dluhopisů, je emitent povinen do 30 dnů po skončení emisní lhůty vrátit upisovateli jím upsanou a splacenou částku, včetně úroku ve výši průměrné diskontní sazby České národní banky za období od data splacení.

Vypořádáním emise se rozumí zúčtování vzájemných práv a povinností vzniklých v souvislosti s emisí dluhopisů. Vypořádání emise zaknihovaných dluhopisů probíhá na základě smlouvy o založení a vedení registru emitenta a otevírání majetkových účtů prvních nabyvatelů dluhopisů, kterou uzavírá administrátor emise se Střediskem cenných papírů. Údaje o počtech vydaných dluhopisů a jejich prvonabyvatelích jsou Středisku cenných papírů dodány administrátorem v předstihu, takže převod prostředků od prvonabyvatelů dluhopisů k emitentovi a připsání dluhopisů na účty majitelů ve Středisku cenných papírů je provedeno ve stejný den, kterým je den emise dluhopisu. Spárováním nově zaregistrovaných dluhopisů s platbami od jejich prvonabyvatelů, které zajišťuje provozovatel vypořádacího systému, společnost UNIVYC, a.s., je zabezpečeno, že nově emitované dluhopisy budou připsány pouze na účty těch majitelů, kteří zaplatili kupní cenu. Vypořádání emise listinných dluhopisů probíhá tak, že listinný dluhopis je vydán upisovateli, který prokáže, že splatil emisní kurz dluhopisu.

V praxi je běžné, že celou emisí dluhopisů upíše aranžér nebo aranžér společně s několika dalšími zájemci a celá emise nebo její část je následně prodána koncovým investorům. Tento postup zajišťuje, že okruh koncových investorů je velmi široký, což je společně s existencí likvidního trhu, na kterém se s emisí intenzivně obchoduje, předpokladem její stabilní ceny. V tomto kontextu je důležitým aspektem procesu emise dluhopisů také výrazné zastoupení nejvýznamnějších obchodníků s cennými papíry v syndikátu upisovatelů, protože právě jejich přítomnost přispívá k potřebné likviditě emise po jejím vydání.

Tržní cena dobře oceněné emise by se měla po vydání emise za předpokladu nezměněných podmínek na trhu lehce zvýšit nad emisní cenu. Tento vývoj signalizuje stálý zájem o novou emisí. Prudký propad tržní ceny emise je ztrátou pro investory. Prudký růst tržní ceny emise naopak znamená, že emise byla na trhu nabízena s příliš vysokým výnosem. Při správném ocenění emise by takové zhodnocení tržní ceny emise mohlo být využito ve prospěch emitenta ke snížení nákladů financování.

### **3.3 Správa emise dluhopisů**

Po celou dobu životnosti emise dluhopisů je třeba zajistit, aby v souladu s emisními podmínkami dluhopisů byly vypláceny výnosy dluhopisů, aby k datu splatnosti dluhopisů byla splacena jejich jmenovitá hodnota a aby byla poskytnuta ostatní plnění, ke kterým se emitent zavázal<sup>25</sup>. Obstarání plateb souvisejících s výplatou výnosů dluhopisů, splacením jmenovité hodnoty dluhopisů a plněním ostatních závazků emitenta, se kterými je spojen převod peněžních prostředků, provádí administrátor emise dluhopisů na základě smlouvy o správě emise dluhopisů. Tato smlouva upravuje práva a povinnosti emitenta v souvislosti s převodem peněžních prostředků na účet administrátora a práva a povinnosti administrátora v souvislosti s výplatou těchto peněžních prostředků oprávněným osobám.

### **3.4 Povinnosti emitenta kótovaných dluhopisů**

Přijetím dluhopisů k obchodování na regulovaném trhu vznikají emitentovi rozsáhlé povinnosti, jejichž smyslem je ochrana investorů. Povinnosti emitenta kótovaných dluhopisů stanoví především zákon o podnikání na kapitálovém trhu (§ 118 až § 121 a § 125 PKT). Vedle zákona mohou další povinnosti ukládat emitentovi kótovaných dluhopisů také pravidla organizátora regulovaného trhu. Čím prestižnější je segment regulovaného trhu, na kterém se s dluhopisem obchoduje nebo na kterém je žádáno o přijetí dluhopisu k obchodování, tím větší je rozsah povinností emitenta. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu stanoví emitentům dluhopisů povinnost uveřejnit výroční zprávu, povinnost uveřejnit pololetní zprávu, povinnost uveřejňovat vnitřní informace a některé další povinnosti.

#### **Povinnost uveřejnit výroční zprávu**

Emitent kótovaného dluhopisu je povinen uveřejnit způsobem umožňujícím dálkový přístup výroční zprávu a konsolidovanou výroční zprávu nejpozději do 4 měsíců po skončení účetního období a zaslat je České národní bance. Výroční zpráva musí obsahovat účetní závěrku ověřenou auditorem. Konsolidovaná výroční zpráva musí obsahovat konsolidovanou účetní závěrku ověřenou auditorem. Výroční zpráva nebo konsolidovaná výroční zpráva musí poskytovat investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, podnikatelské činnosti a hospodářských výsledcích emitenta za uplynulé účetní období a o vyhlídkách jejich budoucího vývoje. Náležitosti výroční zprávy a konsolidované výroční zprávy stanoví zvláštní zákon<sup>26</sup>. Pro účely plnění informačních povinností emitenta kótovaných dluhopisů

<sup>25</sup> Emisní podmínky mohou stanovit, že vlastník dluhopisu může žádat splacení dluhopisu včetně poměrného výnosu dříve než v den splatnosti dluhopisu.

<sup>26</sup> Zákon č. 563/1991 Sb., zákon o účetnictví

vyžaduje zákon o podnikání na kapitálovém trhu, aby výroční zpráva a konsolidovaná výroční zpráva obsahovala rovněž:

- informace o hospodářských výsledcích, finanční situaci a podnikatelské činnosti za uplynulé účetní období v rozsahu údajů uváděných v prospektu dluhopisu
- informace o předpokládané hospodářské a finanční situaci v následujícím účetním období
- informace o všech peněžních a naturálních příjmech, které přijali za účetní období vedoucí osoby a členové dozorčích rad od emitenta a od osob ovládaných emitentem, a to souhrnně za všechny členy představenstva, souhrnně za všechny ostatní vedoucí osoby a souhrnně za všechny členy dozorčí rady
- informace o počtu akcií vydaných emitentem, které jsou ve vlastnictví statutárních orgánů nebo jejich členů, ostatních vedoucích osob emitenta a členů dozorčí rady, včetně osob těmto osobám blízkým, informace o opčních a obdobných smlouvách, jejichž smluvními stranami jsou uvedené osoby nebo které jsou uzavřeny ve prospěch uvedených osob; informace se uvádí souhrnně za všechny členy představenstva, souhrnně za všechny ostatní vedoucí osoby, souhrnně za všechny členy dozorčí rady a souhrnně za osoby těmto osobám blízké
- principy odměňování vedoucích osob emitenta a členů dozorčí rady
- informace o odměnách uhrazených za účetní období auditorům

### **Povinnost uveřejnit pololetní zprávu**

Emitent kótovaného dluhopisu do 2 měsíců po uplynutí prvních 6 měsíců účetního období vypracuje, uveřejní způsobem umožňujícím dálkový přístup a zašle České národní bance svou pololetní zprávu. Číselné údaje a informace uvedené v popisné části pololetní zprávy musejí poskytnout investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, předmětu podnikání a hospodářských výsledcích emitenta za uplynulé pololetí a o vyhlídkách budoucího vývoje uvedených ukazatelů. Pololetní zpráva se uveřejňuje v konsolidované nebo nekonsolidované formě. Pololetní zpráva musí obsahovat:

- číselné údaje v rozsahu rozvahy a výkazu zisku a ztrát
- ke každému z údajů rozvahy a výkazu zisku a ztrát údaje za odpovídající období předchozího roku
- zprávu o auditu pokud údaje z rozvahy a výkazu zisku a ztrát ověřuje auditor
- popisnou část, která v rozsahu nezbytném pro přesné a správné posouzení vývoje podnikatelské činnosti emitenta a jeho hospodářských výsledků obsahuje popis faktorů, které ovlivnily podnikatelskou činnost a hospodářské výsledky emitenta, srovnání

s odpovídajícím obdobím předchozího roku a předpokládaný budoucí vývoj podnikatelské činnosti emitenta a jeho hospodářských výsledků

Formu výroční zprávy a pololetní zprávy emitenta kotovaného cenného papíru, způsob jejich zasílání České národní bance a podrobnější pravidla pro jejich uveřejňování stanoví prováděcí předpis<sup>27</sup>.

### **Povinnost uveřejňovat vnitřní informace**

Za vnitřní informaci se považuje přesná informace, která se přímo nebo nepřímo týká dluhopisu, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu nebo o jehož přijetí bylo požádáno, emitenta dluhopisu nebo jiné skutečnosti významné pro vývoj kurzu dluhopisu nebo jeho výnosu, pokud tato informace není veřejně známá a pokud by poté, co by se stala veřejně známou, mohla významně ovlivnit kurz nebo výnos dluhopisu (srov. § 124 odst. 1 PKT).

Emitent dluhopisu, který byl přijat k obchodování na regulovaném trhu nebo o jehož přijetí bylo požádáno, je povinen uveřejnit neprodleně způsobem umožňujícím dálkový přístup a zaslat České národní bance každou vnitřní informaci, která se ho přímo týká. Uveřejněná informace musí být srozumitelná nesmí být zkreslená.

Podrobnější pravidla pro uveřejňování vnitřních informací a jejich zasílání České národní bance stanoví směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem.

### **Ostatní povinnosti**

Vedoucí osoba emitenta a osoba, která je členem dozorčího orgánu emitenta, a osoby jim blízké, nebo právnické osoby, ve kterých jsou tyto osoby vedoucími osobami nebo členy dozorčího orgánu, které jsou ovládané těmito osobami nebo jejichž ekonomické zájmy jsou podstatnou měrou shodné s ekonomickými zájmy těchto osob, jsou povinny zaslat České národní bance oznámení o transakci s dluhopisy vydanými tímto emitentem, kterou učinily na vlastní účet, a to do 5 dnů ode dne uskutečnění transakce.

Emitent kótovaného dluhopisu je povinen zdržet se jednání, které může zkreslit představu účastníků kapitálového trhu o hodnotě, nabídce nebo poptávce emitovaného dluhopisu nebo jiným způsobem zkreslit kurz emitovaného dluhopisu.

<sup>27</sup> Vyhláška č. 264/2004 Sb., o formě a způsobu zasílání výroční zprávy a pololetní zprávy emitenta kótovaného cenného papíru a o způsobu plnění povinností oznámit podíl na hlasovacích právech



Emitent kótovaného dluhopisu:

- zajistí rovné zacházení se všemi vlastníky dluhopisů, které vydal, jimž vyplývá z vlastnictví dluhopisů stejné postavení; to není třeba v případě splacení dluhopisu před lhůtou jeho splatnosti v souladu s emisními podmínkami
- zajistí výplatu výnosu z dluhopisu, který vydal; emitent vyplatí výnosy sám nebo prostřednictvím finanční instituce nebo pošty
- neprodleně uveřejní způsobem umožňujícím dálkový přístup každou změnu práva vztahujícího se ke kótovanému dluhopisu
- předloží organizátorovi regulovaného trhu, na kterém je dluhopis kótován, návrh každé změny svých stanov nebo návrh každého rozhodnutí o snížení nebo zvýšení základního kapitálu, pokud navrhovaná změna má vliv na právo vlastníka dluhopisu
- informuje organizátora regulovaného trhu, na kterém je dluhopis kótován, o každé skutečnosti významné pro ochranu investorů nebo pro řádné fungování trhu a tuto skutečnost uveřejní způsobem umožňujícím dálkový přístup
- neprodleně uveřejní způsobem umožňujícím dálkový přístup a zašle České národní bance každou informaci o svolání schůze vlastníků dluhopisů, výkonu práva z vyměnitelného nebo prioritního dluhopisu, výplatě výnosu nebo splacení dluhopisu, o přijaté půjčce nebo úvěru a způsobu jejich zajištění nebo o jiné skutečnosti, které mohou podstatně ovlivnit schopnost emitenta plnit své závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů a o změně práva vztahujícího se k akciím, které mohou být nabyty na základě vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů

Emitent dluhopisů nesmí při plnění svých informačních povinností používat nepravdivé, klamavé nebo zavádějící informace, zamlčovat skutečnosti důležité pro rozhodování investorů, nabízet výhody, jejichž spolehlivost nemůže zaručit a uvádět nepravdivé údaje o své hospodářské situaci.

Dohled nad dodržováním povinností emitenta dluhopisů vykonává Česká národní banka. Česká národní banka může emitentovi, který porušuje povinnosti stanovené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu, uložit pokutu nebo opatření k nápravě, může pozastavit na dobu nejdéle 6 měsíců obchodování s dluhopisy na regulovaném trhu a může uložit organizátorovi regulovaného trhu, aby ve stanovené lhůtě přezkoumal, zda nejsou splněny podmínky pro vyloučení dluhopisu z obchodování na regulovaném trhu.

#### **4. SMLUVNÍ DOKUMENTACE V PROCESU EMISE DLUHOPISŮ**

Smluvní dokumentace k emisi dluhopisů někdy obsahuje ustanovení, jejichž obsah se výrazně liší od ustanovení používaných ve smlouvách upravujících běžné obchodně závazkové vztahy. Zvláštní charakter některých ustanovení vyplývá z toho, že vztah mezi emitentem dluhopisů na jedné straně a investory na straně druhé není typicky bilaterální, jak tomu je v případě obchodně závazkových vztahů mezi věřitelem a dlužníkem. Jedním z takových ustanovení je například negativní závazek emitenta, kterým se emitent zavazuje, že nezřídí zástavní práva k zajištění svých závazků způsobem, který by omezoval jeho práva k jeho současnému nebo budoucímu majetku nebo příjmům, pokud současně nebude emitentův dluh vyplývající z emise dluhopisů zajištěn rovnocenným způsobem. Smyslem tohoto ustanovení je ochrana věřitelů, jejichž pohledávka není zajištěna, pro případ, že by byl soudem zjištěn úpadek emitenta. Toto ustanovení je ve většině případů obsaženo v emisních podmínkách dluhopisů.

Smlouvy uzavírané v souvislosti s emisí dluhopisů nejsou jako smluvní typ upraveny v žádném zákoně a jedná se tedy o smlouvy nepojmenované ve smyslu § 51 ObčZ. Protože je třeba zajistit, aby rozsah povinností různých emitentů a stupeň ochrany investorů různých emisí byl stejný, právní dokumentace používaná v souvislosti s emisí dluhopisů je do značné míry standardizovaná.

Pohledávky z dluhopisů mohou být zajištěny formou ručení třetí osoby, zástavního práva nebo postoupení pohledávky. V případě, že pohledávky z dluhopisů jsou zajištěny některým z těchto způsobů, je součástí smluvní dokumentace k emisi dluhopisů také příslušná zástavní smlouva, smlouva o postoupení pohledávky nebo ručitelské prohlášení.

##### **4.1 Smlouva o zajištění emise dluhopisů**

Smluvními stranami smlouvy o zajištění emise dluhopisů jsou emitent dluhopisů a aranžér emise dluhopisů. Touto smlouvou pověřuje emitent dluhopisů aranžéra emise, aby za podmínek stanovených ve smlouvě zajistil vydání emise dluhopisů. Aranžér podpisem smlouvy o zajištění emise dluhopisů toto pověření přijímá.

Důležitou obsahovou náležitostí smlouvy o zajištění emise dluhopisů je charakteristika emitovaných dluhopisů (jejich jmenovitá hodnota, splatnost, způsob splacení, výše výnosu, emisní cena, zajištění, forma a podoba dluhopisů, den emise, administrátor emise, zdanění, rozhodné právo apod.). Smlouvou o zajištění emise dluhopisů se aranžér zpravidla zavazuje:

- vyvinout činnost směřující k nabídce a úpisu dluhopisů
- připravit návrhy emisní dokumentace včetně emisních podmínek a prospektu dluhopisu
- zajistit přijetí emise k obchodování na regulovaném trhu

- poskytovat emitentovi veškerou potřebnou součinnost a poradenství v souvislosti vydáním emise dluhopisů a jejich přijetím k obchodování na regulovaném trhu

Plnění některých povinností aranžéra vyžaduje udělení zvláštní plné moci. Vystavení těchto zvláštních plných mocí není předmětem smlouvy o zajištění emise dluhopisů.

Vedle pověření aranžéra zajistit vydání emise dluhopisů může být předmětem smlouvy o zajištění emise dluhopisů také závazek aranžéra uzavřít s emitentem smlouvu o upsání celé emise dluhopisů nebo její části. Lze se setkat i s tím, že v případě soukromé nabídky dluhopisů je předmětem smlouvy o zajištění emise dluhopisů také závazek konečného investora uzavřít s aranžérem smlouvu o koupi dluhopisů, ve které se zaváže nakoupit od aranžéra všechny dluhopisy nebo část dluhopisů, které aranžér upíše.

Emitent se ve smlouvě o zajištění emise dluhopisů zavazuje, že zaplatí aranžérovi odměnu za jeho činnost v souvislosti s vydáním emise dluhopisů a jejich přijetím k obchodování na regulovaném trhu a že mu nahradí všechny účelně vynaložené náklady vzniklé v souvislosti s emisí (např. náklady na právní zastoupení a na služby právních a daňových poradců aranžéra, náklady na tisk a uveřejnění emisní dokumentace nebo náklady na služby překladatelů). Rozsah náhrady nákladů je smluvně omezen a případné překročení dohodnutého limitu vyžaduje souhlas emitenta, který se současně zavazuje, že udělení takového souhlasu nebude bez rozumného důvodu odepírat nebo zdržovat. Náklady, které přesahují emitentem odsouhlasený rozsah, hradí aranžér.

Náklady vlastních poradců a právního zastoupení, náklady vzniklé v souvislosti s tiskem listinných dluhopisů, správní poplatky, poplatky za kotaci na regulovaném trhu, poplatky hrazené administrátorovi emise a další poplatky a výdaje, které jsou spojeny s emisí a které nenese aranžér, hradí emitent.

Emitent se zavazuje poskytovat aranžérovi veškerou potřebnou součinnost a na vyžádání poskytnout aranžérovi veškeré informace týkající se emitenta, které bude aranžér potřebovat ke splnění svých závazků podle smlouvy o zajištění emise dluhopisů. Aranžér se zavazuje nakládat s informacemi, které mu emitent poskytne v souvislosti s vydáním dluhopisů, s výjimkou informací, které jsou nebo se stanou veřejně dostupnými, jako s obchodním tajemstvím a nesdělít je třetí straně bez předchozího písemného souhlasu emitenta.

Emitent se zavazuje, že v průběhu přípravy emise bez předchozího písemného souhlasu aranžéra nezveřejní jakékoli informace o emisi s výjimkou podávání všeobecných informací o aranžérovi a o úmyslu vydat dluhopisy.

Emitent se zavazuje poskytnout aranžérovi plnou náhradu za škodu, která mu vznikla nebo kterou aranžér způsobil jinému a za kterou odpovídá, pokud k ní došlo v souvislosti

s výkonem mandátu podle smlouvy o zajištění emise dluhopisů jinak, než z důvodu hrubé nedbalosti nebo úmyslného protiprávního jednání aranžéra.

Smlouva o zajištění emise dluhopisů rovněž upravuje okolnosti, za kterých je možné ji ukončit. Emitent bývá oprávněn smlouvu kdykoli vypovědět i bez udání důvodu. Aranžér je zpravidla oprávněn vypovědět tuto smlouvu v případě, že emitent neschválí vydání emise, Česká národní banka neschválí emisní podmínky nebo prospekt dluhopisu, dluhopisy nebudou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, emitent a aranžér se neshodnou na obsahu emisní dokumentace nebo nastane podstatná nepříznivá změna ve finanční, hospodářské nebo podnikatelské situaci emitenta, která může negativním způsobem ovlivnit schopnost emitenta plnit závazky z dluhopisů.

Vztahy, které nejsou upraveny ve smlouvě o zajištění emise dluhopisů, se řídí příslušnými ustanoveními obchodního zákoníku o mandátní smlouvě.

#### **4.2 Smlouva o upsání emise dluhopisů**

Smlouvu o upsání emise dluhopisů uzavírá emitent dluhopisů s upisovateli emise. Předmětem smlouvy je závazek emitenta vydat v den emise dluhopisy a závazek každého upisovatele upsat pro něj stanovené množství dluhopisů a zaplatit nejpozději v den emise jejich emisní kurz. Závazky upisovatelů k upsání dluhopisů a zaplacení jejich emisního kurzu jsou společné a nerozdílné.

Emise dluhopisů je provedena tak, že emitent zajistí, aby nejpozději v den emise byli upisovatelé zapsáni ve Středisku cenných papírů jako majitelé upsaných dluhopisů<sup>28</sup>, a upisovatelé zajistí, aby nejpozději v den emise byl emisní kurz jimi upsaných dluhopisů připsán na stanovený bankovní účet emitenta.

Závazek upisovatelů upsat dluhopisy a zaplatit jejich emisní kurz je podmíněn řadou různých záruk, závazků a prohlášení emitenta a splněním odkládacích podmínek. Emitent podpisem smlouvy o upsání emise potvrzuje platnost, účinnost a pravdivost těchto záruk, závazků a prohlášení ke dni podpisu smlouvy a současně se zavazuje, že tyto záruky, závazky a prohlášení zůstanou v plném rozsahu platné, účinné a pravdivé i po vydání, upsání a zaplacení dluhopisů. Emitent činí vůči upisovatelům zejména následující záruky, závazky a prohlášení:

<sup>28</sup> Splnění této povinnosti emitent zpravidla zajišťuje prostřednictvím smlouvy o správě emise dluhopisů, kterou uzavírá s administrátorem emise. V případě emise listinných dluhopisů jsou dluhopisy předány upisovatelům poté, co je uhrazen jejich emisní kurz.

- že je založen v souladu s právními předpisy České republiky, řádně zapsán v obchodním rejstříku a je oprávněn k vydání dluhopisů, k podpisu smlouvy o upsání emise dluhopisů a k podpisu dalších smluv, které v souvislosti s emisí dluhopisů uzavírá,
- že získal všechna povolení a schválení potřebná k vydání dluhopisů a že tato povolení a schválení jsou platná a účinná,
- že má všechna povolení a jiná oprávnění potřebná k provozování své podnikatelské činnosti,
- že vydání dluhopisů, smlouva o upsání emise dluhopisů a další smlouvy, které v souvislosti s emisí dluhopisů uzavírá, nebudou mít za následek porušení jakýchkoli právních předpisů České republiky a nebudou v rozporu se stanovami nebo jinými organizačními dokumenty emitenta ani s jeho závazky z jiné smlouvy, jejíž je emitent stranou nebo kterou je vázán,
- že smlouva o upsání emise dluhopisů a další smlouvy, které v souvislosti s emisí dluhopisů uzavírá, představují právně platné a vymahatelné závazky emitenta a že totéž bude platit i o dluhopisech,
- že závazky vyplývající z dluhopisů jsou a zůstanou vzájemně rovnocenné jak mezi sebou navzájem, tak i vůči dalším současným i budoucím závazkům emitenta, které jsou svou povahou shodné se závazky vyplývajícími z dluhopisů, s výjimkou těch závazků, u kterých tak stanoví kogentní ustanovení právních předpisů,
- že veškerá oprávnění, souhlasná vyjádření a povolení, která jsou vyžadována podle českých právních předpisů v souvislosti s vydáním dluhopisů a jejich přijetím k obchodování na regulovaném trhu, k uzavření smlouvy o upsání emise dluhopisů a dalších smluv, které emitent v souvislosti s emisí dluhopisů uzavírá, k plnění závazků vyplývajících z dluhopisů a těchto smluv, k uveřejnění prospektu a nabízení dluhopisů, byla získána a jsou platná a účinná,
- že prospekt obsahuje všechny údaje týkající se emitenta a dluhopisů, které jsou vyžadované právními předpisy a které jsou podstatné v souvislosti s emisí dluhopisů, a že tyto údaje jsou ve všech podstatných směrech pravdivé a úplné a nejsou v žádném podstatném ohledu zavádějící,
- že všechny finanční výkazy emitenta uvedené v prospektu byly vypracovány v souladu s příslušnými právními předpisy České republiky a poskytují věrný a poctivý obraz o finanční situaci emitenta,
- že s výjimkou údajů uvedených v prospektu neprobíhají žádná soudní, správní nebo rozhodčí řízení, ve kterých by byl emitent žalovanou stranou nebo které by postihovaly

emitenta nebo jeho aktiva nebo příjmy, které by byly podstatné v souvislosti s emisí dluhopisů, a podle nejlepšího vědomí emitenta žádné takové řízení ani nehrozí,

- že s výjimkou údajů uvedených v prospektu nedošlo od data poslední auditorem ověřené účetní závěrky emitenta k žádné nepříznivé změně ve finanční nebo jiné situaci emitenta, která by byla podstatná v souvislosti s emisí dluhopisů,
- že nenastala žádná okolnost, která by před nebo po vydání dluhopisů představovala porušení závazků plynoucích z dluhopisů nebo která by před nebo po vydání dluhopisů představovala porušení ostatních závazků emitenta,
- že nahradí každému jednotlivému upisovateli, členům jeho představenstva, vedoucím pracovníkům, zaměstnancům a poradcům jakoukoli újmu, škodu, ztrátu nebo náklady, včetně všech opodstatněných a rozumně vynaložených poplatků a výdajů na právní pomoc, které vzniknou přímo nebo nepřímo v souvislosti s nepravdivostí, nepřesností, neúplností, opomínutím či uvedením v omyl v kterémkoli z prohlášení a záruk ve smlouvě o upsání emise dluhopisů nebo v prospektu, avšak jen do té míry, v jaké taková újma, škoda, ztráta nebo náklady nejsou přímým důsledkem úmyslného protiprávního jednání, jednání ve zlé víře nebo hrubé nedbalosti upisovatele a členů jeho představenstva, vedoucích pracovníků, zaměstnanců a poradců,
- že v době kdykoli před přijetím platby za emisní kurz dluhopisů emitent neprodleně oznámí upisovatelům jakékoli nové okolnosti, které by způsobily nebo by v jakémkoli ohledu mohly způsobit nepravdivost nebo nesprávnost kteréhokoli z prohlášení, záruk a závazků podle smlouvy o upsání emise dluhopisů.

Splnění odkládacích podmínek spočívá především v předložení různých smluv a dokumentů. V typickém případě se jedná o rozhodnutí České národní banky o schválení emisních podmínek a prospektu, rozhodnutí organizátora regulovaného trhu o přijetí dluhopisů k obchodování na regulovaném trhu, právní posudky, výroky auditorů, výpis z obchodního rejstříku emitenta, usnesení a rozhodnutí statutárních a kontrolních orgánů emitenta vydaných v souvislosti s emisí dluhopisů a smlouvy, které emitent v souvislosti s emisí dluhopisů uzavírá (např. smlouva o správě emise dluhopisů, smlouva o založení a vedení registru emitenta zaknihovaných dluhopisů, smlouva o zajištění emise dluhopisů, smlouva mezi upisovateli emise). Splnění odkládacích podmínek je také podmíněno výlučným názorem upisovatelů, že ode dne podpisu smlouvy o upsání emise dluhopisů do dne emise nedojde k žádné nepříznivé změně ve finanční nebo jiné situaci emitenta, která by byla podstatná v souvislosti s emisí dluhopisů, a že ode dne podpisu smlouvy o upsání emise dluhopisů do dne emise nedojde k žádné změně ve finančních, politických nebo ekonomických

podmínkách České republiky, které by mohly podstatným způsobem ohrozit úspěšné obchodování s dluhopisy na regulovaném trhu.

Podobně jako emitent činí i upisovatelé různé záruky, závazky a prohlášení. Upisovatelé podpisem smlouvy o upsání emise potvrzují jejich platnost, účinnost a pravdivost ke dni podpisu smlouvy a současně se zavazují, že zůstanou v plném rozsahu platné, účinné a pravdivé i po vydání, upsání a zaplacení dluhopisů. Každý upisovatel činí vůči emitentovi zejména následující záruky, závazky a prohlášení:

- že dodržuje a bude dodržovat všechna platná obchodní a prodejní omezení stanovená příslušnými právními předpisy vztahující se k nabídce, upsání a prodeji dluhopisů
- je podle platných právních předpisů řádně oprávněn k tomu, aby uzavřel a plnil smlouvu o upsání emise dluhopisů,
- že potvrzuje, že před uzavřením smlouvy o upsání dluhopisů získal od příslušných orgánů všechna potřebná schválení, povolení a souhlasná prohlášení,
- že v souvislosti s emisí dluhopisů neučinil ani neučiní žádná prohlášení ani neposkytl žádné informace týkající se emitenta nebo dluhopisů, kromě prohlášení a informací obsažených v prospektu nebo takových, které pro tento účel emitent schválil, nebo takových, které jsou obvykle poskytovány s souvislostí s činností upisovatele, a nepoškodí oprávněné zájmy emitenta, s výjimkou prohlášení a informací již zveřejněných jinak,
- že nahradí emitentovi jakoukoli újmu, škodu, ztrátu nebo náklady, které mu vzniknou přímo nebo nepřímo v souvislosti s nepravdivostí, nepřesností, neúplností, opominutím či uvedením v omyl v kterémkoli z prohlášení a záruk ve smlouvě o upsání emise dluhopisů, avšak jen do té míry, v jaké taková újma, škoda, ztráta nebo náklady nejsou přímým důsledkem úmyslného protiprávního jednání, jednání ve zlé víře nebo hrubé nedbalosti emitenta.

Někteří z upisovatelů se mohou zavázat, že v míře, v jaké to připouští platné právní předpisy, vyvinou veškeré úsilí, které na nich lze rozumně požadovat, aby na regulovaném trhu vytvořili a udržovali nabídku a poptávku pro potenciální zájemce o koupi nebo prodej dluhopisů. V praxi na sebe tento závazek přebírá aranžér emise, pokud je členem syndikátu upisovatelů.

Smlouva o upsání emise dluhopisů obsahuje také ujednání o odměně za zprostředkování emise dluhopisů, kterou platí emitent upisovatelům, a ujednání o úhradě nákladů a výdajů stran, které souvisejí se zamýšlenou emisí dluhopisů. Vypořádání odměny za zprostředkování emise je upraveno tak, že o tuto odměnu je snížen emisní kurz dluhopisů hrazený emitentovi jednotlivým upisovatelem. V záležitostech spojených s odměnou za zprostředkování emise

a úhradou nákladů se smlouva o upsání emise dluhopisů zpravidla odkazuje na smlouvu o zajištění emise dluhopisů a na smlouvu, která upravuje práva a povinnosti mezi upisovateli emise v souvislosti s emisí dluhopisů a stanoví rovněž způsob rozdělení odměny mezi upisovatele.

Upisovatelé jsou oprávněni smlouvu o upsání emise dluhopisů vypovědět, pokud nejsou splněny nebo prominuty odkládací podmínky. Právo smlouvu vypovědět uplatňuje jménem syndikátu upisovatelů aranžér emise. Emitent není oprávněn vypovědět smlouvu o upsání emise dluhopisů. Závazky smluvních stran o náhradě újmy, škody, ztráty nebo nákladů nejsou výpovědí smlouvy dotčeny.

Smlouva o upsání emise dluhopisů rovněž stanoví, podle jakého práva se budou řešit spory, kterou vzniknou v souvislosti s ní, a jaký orgán bude příslušný k jejich řešení.

### **4.3 Smlouva mezi upisovateli emise dluhopisů**

Smlouva mezi upisovateli emise dluhopisů upravuje práva a povinnosti upisovatelů v souvislosti s emisí dluhopisů. Tato smlouva předpokládá, že existují minimálně dva upisovatelé, kteří mají v úmyslu uzavřít nebo již uzavřeli s emitentem dluhopisů smlouvu o upsání emise dluhopisů.

Smlouva mezi upisovateli emise dluhopisů stanoví, že dluhopisy budou upisovateli upsány a splaceny na základě společného a nerozdílného závazku v objemu uvedeném ve smlouvě mezi upisovateli emise dluhopisů. Pokud kterýkoli upisovatel nesplní závazek upsat jakýkoli objem dluhopisů nebo pokud aranžér emise na základě své vlastní úvahy dospěje k závěru, že některý upisovatel nebude schopen splnit takový závazek, může aranžér emise:

- a) požadovat od každého upisovatele, který splnil svůj závazek k upsání a zaplacení emisního kurzu dluhopisů, aby poměrně upsal a zaplatil emisní kurz dluhopisů neupsaných nebo nesplacených jiným upisovatelem nebo upisovateli v důsledku porušení jejich závazků podle smlouvy mezi upisovateli emise dluhopisů
- b) upravit množství dluhopisů, o jejichž upsání nebo koupi bude upisovatele žádat podle bodu a), a to zvýšením nebo snížením počtu dluhopisů podle toho, jak to bude podle jeho názoru spravedlivé, ale vždy tak, aby žádný upisovatel nemusel upsat a zaplatit pouze zlomek jednoho dluhopisu
- c) místo nebo jako doplnění k bodu a) podle svého vlastního uvážení nabídnout upsání dluhopisů jakékoli další osobě bez ohledu na to, zda je nebo není upisovatelem, nebo je upsat sám



Podpisem smlouvy mezi upisovateli emise dluhopisů zmocňuje každý upisovatel aranžéra emise, aby jako jejich zástupce a jejich jménem učinil vše potřebné, co je od aranžéra emise požadováno učinit podle smlouvy o upsání emise, včetně toho, aby:

- si vypůjčil na účet těch upisovatelů, kteří porušili svůj závazek k upsání a zaplacení emisního kurzu dluhopisů, a to v rozsahu jejich závazků uvedených ve smlouvě o upsání emise dluhopisů, částky nezbytné k úhradě emitentovi podle smlouvy o upsání emise dluhopisů; aranžér emise je oprávněn platit na vrub takových upisovatelů úrok z vypůjčené částky podle v té době běžných úrokových sazeb
- netrval na splnění kterékoli odkládací podmínky, na kterou se odvolává smlouva o upsání emise dluhopisů a kde takové prominutí smlouva připouští

Jakákoli částka, kterou bude kterýkoli upisovatel povinen uhradit v důsledku půjčky učiněné na jeho účet, bude tímto upisovatelem splacena na první požádání aranžéra emise.

Upisovatelé se zavazují složit nebo uhradit všechny částky, k jejichž úhradě jsou povinni podle smlouvy o upsání emise a smlouvy mezi upisovateli emise na stanovený bankovní účet. Platba za dluhopisy musí být provedena tak, aby byla připsána na tento účet nejpozději v den emise dluhopisů. Každý upisovatel je současně povinen doručit aranžérovi emise do stanoveného časového okamžiku swiftovou zprávu potvrzující platbu za dluhopisy, aktuální výpis z obchodního rejstříku upisovatele a řádně podepsaný a vyplněný formulář pro primární převod dluhopisů na účet upisovatele ve Středisku cenných papírů. Tyto dokumenty jsou nezbytné pro platný převod dluhopisů každého upisovatele na jeho účet ve Středisku cenných papírů.

V případě, že některý upisovatel nedoručí řádně a včas uvedené dokumenty nebo pokud splacení emisního kurzu dluhopisů bylo provedeno se zpožděním nebo v nedostatečné výši, bude převod dluhopisů na účet takového upisovatele ve Středisku cenných papírů pozdržen a proveden poté, kdy budou požadované dokumenty doručeny, případně platba provedena.

Pokud platba za dluhopisy nebude provedena na stanovený bankovní účet včas kterýmkoli upisovatelem, je aranžér emise oprávněn účtovat takovému upisovateli naběhlý úrok z dluhopisů, náklady nejvýhodnějšího financování aranžéra emise a stanovenou smluvní pokutu. Dlužná částka se počítá na základě skutečného počtu uběhlých dnů.

Odměna za zprostředkování emise dluhopisů je stanovena jako určité procento upsaného objemu dluhopisů a mezi upisovatele se dělí v poměru jejich závazků k upsání dluhopisů. Odměna bývá emitentem hrazena tak, že je odečtena z emisního kurzu dluhopisů, který jsou upisovatelé povinni splatit.

Bez předchozího písemného souhlasu aranžéra emise nesmí žádný z upisovatelů smlouvu mezi upisovatelem emise dluhopisů nebo smlouvu o upsání emise dluhopisů vypovědět. Pokud některý upisovatel bude mít zájem vypovědět svůj závazek upsat dluhopisy podle smlouvy o upsání emise dluhopisů, projedná to s aranžérem emise, který může konzultovat tuto situaci s ostatními upisovateli, bude-li to považovat za vhodné. Aranžér emise může v každém případě podle vlastního uvážení jménem upisovatelů vypovědět smlouvu o upsání emise podle podmínek v ní uvedených, aniž by nesl odpovědnost vůči kterémukoli upisovateli za důsledky, které z takové výpovědi vyplynou. Žádný jiný upisovatel není oprávněn smlouvu o upsání emise dluhopisů vypovědět a od aranžéra emise nemůže být požadováno, aby smlouvu o upsání emise vypověděl nebo nevypověděl.

Bez ohledu na to, zda dluhopisy budou vydány a bude provedeno vypořádání ostatních práv a povinností podle smlouvy mezi upisovatelem dluhopisů, se upisovatelé zavazují přispět v rozsahu svých závazků k upsání k úhradě:

- všech výdajů aranžéra emise vzniklých v souvislosti s přípravou nebo obranou proti nárokům nebo řízením zahájeným jakoukoli osobou, včetně vládních, správních a jiných úřadů, v souvislosti s vydáním a nabízením dluhopisů, s výjimkou nároků vznesených a řízení zahájeného v důsledku hrubé nedbalosti nebo úmyslného protiprávního jednání aranžéra emise
- jakékoli škody, nákladů, výdajů či závazků, včetně soudních poplatků, které aranžérovi emise vzniknou v souvislosti s nároky a řízeními v souvislosti s dluhopisy, a to bez ohledu na to, zda takové závazky budou důsledkem soudního nebo správního rozhodnutí nebo narovnání, které aranžér emise uzavře, s výjimkou takových výdajů a závazků, ze které aranžér emise obdrží odškodnění ve formě plnění od jakékoli jiné osoby, nebo které by byly důsledkem hrubé nedbalosti nebo úmyslného protiprávního jednání aranžéra emise. Upisovatelé emise zmocňují aranžéra emise, aby jménem upisovatelů podnikl takové kroky v uvedené souvislosti, které bude podle svého vlastního uvážení považovat za vhodné. Aranžér emise bude upisovatele informovat o každém takovém nároku nebo řízení a bude, aniž by tím bylo omezeno jeho oprávnění podle předchozího textu, konzultovat s ostatními upisovateli emise před přijetím jakýchkoli opatření, která podle názoru aranžéra emise mohou mít podstatný dopad na výsledek takového řízení nebo nároku, který bude považovat za podstatný.

#### 4.4 Smlouva o správě emise dluhopisů

Smlouvu o správě emise dluhopisů uzavírá emitent dluhopisů s administrátorem emise. Administrátorem emise dluhopisů je banka, která vede emitentovi běžné účty a rozsahem služeb poskytovaných emitentovi se řadí mezi jeho nejvýznamnější banky.

Smlouvou o správě emise dluhopisů pověřuje emitent administrátora, aby zajistil založení registru emitenta a otevření majetkových účtů prvních nabyvatelů dluhopisů ve Středisku cenných papírů, aby zajistil vydání dluhopisů (tj. připsání dluhopisů na majetkové účty prvních nabyvatelů) a aby prováděl další činnosti, ke kterým se ve smlouvě o správě emise zavázal. Administrátor podpisem smlouvy o správě emise toto pověření přijímá.

Emitent se zavazuje poskytnout administrátorovi nezbytnou součinnost a všechny dokumenty, které bude administrátor nezbytně potřebovat ke splnění svých povinností. Emitent současně s podpisem smlouvy o správě emise dluhopisů předává plnou moc, doklad o jmenování administrátorem emise dluhopisů a emisní podmínky dluhopisů.

Aby administrátor splnil svou povinnost zajistit vydání dluhopisů, zavazuje se ve smlouvě o správě emise dluhopisů, že jménem emitenta uzavře se Střediskem cenných papírů smlouvu o založení a vedení registru emitenta zaknihovaných dluhopisů. Na základě smlouvy o založení a vedení registru emitenta bude založen registr emitenta, otevřeny majetkové účty prvních nabyvatelů dluhopisů a emitované dluhopisy budou na tyto majetkové účty připsány (tj. vydány ve smyslu § 5 odst. 1 CenP). Administrátor musí zajistit, že v den emise budou dluhopisy připsány na majetkové účty prvních nabyvatelů dluhopisů proti zaplacení jejich emisního kurzu. Smlouva o založení a vedení registru emitenta opravňuje administrátora vyžadovat výpis z registru emitenta a podávat pokyny ke zrušení splacených dluhopisů.

Administrátor neodpovídá za škodu, která vznikne emitentovi v důsledku toho, že administrátor nesplní svou povinnost zajistit vydání dluhopisů nebo tuto povinnost splní opožděně, a to z důvodů nikoliv na straně administrátora, kromě případů hrubé nedbalosti nebo úmyslného zavinění ze strany administrátora. Administrátor je povinen oznámit emitentovi bez zbytečného odkladu překážku, která mu brání v plnění jeho povinnosti.

Administrátor je povinen písemně oznámit emitentovi stanovený počet dnů před každým dnem výplaty výnosu dluhopisů nebo splacení jejich jmenovité hodnoty celkovou částku finančních prostředků, které mají být převedeny na účet administrátora, účet administrátora,

na který mají být finanční prostředky převedeny, a případně další údaje potřebné k řádnému provedení platby<sup>29</sup>.

Za účelem výplaty výnosu dluhopisů nebo splacení jejich jmenovité hodnoty je emitent povinen převést peněžní prostředky v objemu dostatečném k řádné úhradě závazků emitenta na účet administrátora stanovený počet dnů před dnem výplaty výnosu dluhopisů nebo splacení jejich jmenovité hodnoty. Emitent je povinen doručit administrátorovi stanovený počet dnů před dnem připsání peněžních prostředků na účet administrátora o takové platbě písemné avízo, kterým potvrdí svůj závazek poukázat peněžní prostředky v dostatečném objemu na účet administrátora. Okamžikem, kdy je povinnost emitenta převést prostředky na účet administrátora splněna, bývá nejčastěji datum připsání peněžních prostředků ve prospěch účtu administrátora v clearingovém centru České národní banky.

Administrátor si nesmí přijaté peněžní prostředky ponechat z titulu uplatnění zadržovacího práva nebo z titulu započtení své pohledávky vůči emitentovi. Smlouva o správě emise dluhopisů také upravuje, jakým způsobem se dělí úrok z přijatých prostředků mezi emitenta a administrátora. Úrok z těchto prostředků zpravidla nepřísluší emitentovi.

Za podmínek stanovených ve smlouvě o správě emise dluhopisů se administrátor zavazuje provádět výplaty všech částek, k jejichž splacení se emitent zavázal v souladu s emisními podmínkami. Administrátor může provádět výplatu jenom ve prospěch oprávněné osoby, neurčí-li emitent jinak.

Okamžikem, kdy je povinnost administrátora provést výplatu dlužné částky bezhotovostním převodem splněna, bývá den, kdy je tato částka odepsána z účtu administrátora za účelem jejího připsání na účet oprávněné osoby.

Administrátor se zavazuje, že bude provádět platby oprávněným osobám bezhotovostním převodem na jejich účet podle instrukce, kterou mu oprávněná osoba doručí stanovený počet dnů před dnem výplaty. Smlouva o správě emise stanoví formální a obsahové náležitosti této instrukce. Administrátor neprověřuje správnost těchto instrukcí a nenesе žádnou odpovědnost za škody způsobené prodlením oprávněné osoby s doručením instrukce, nesprávností nebo jinou vadou takové instrukce.

Jestliže oprávněná osoba doručí instrukci po uplynutí stanovené lhůty, je administrátor povinen tuto skutečnost oznámit emitentovi a vyplatit výnos nebo jmenovitou hodnotu

<sup>29</sup> Jestliže emisní podmínky umožňují předčasné splacení dluhopisů, stanoví smlouva o správě emise dluhopisů také způsob předčasného splacení dluhopisů. Předčasné splacení dluhopisů je ve většině případů upraveno podobně jako vyplácení výnosů nebo splacení jmenovité hodnoty dluhopisů.

dluhopisů oprávněné osobě bez zbytečného odkladu poté, co mu emitent poukáže peněžní prostředky v potřebné výši.

Jestliže administrátor nebude schopen provést platbu oprávněné osobě proto, že od oprávněné osoby neobdržel instrukci stanovený počet dnů od dne výplaty, je povinen tuto skutečnost neprodleně oznámit emitentovi a nevyplacenou částku neprodleně vrátit emitentovi. Pokud kdykoli poté, kdy administrátor vrátil emitentovi jakoukoli částku, oprávněná osoba řádně požádá administrátora o provedení platby na základě dluhopisů, emitent poukáže požadovanou částku administrátorovi bez zbytečného odkladu tak, aby administrátor mohl provést platbu ve prospěch oprávněné osoby v souladu s emisními podmínkami.

Po dobu prodlení emitenta s převodem peněžních prostředků nebo jejich částí administrátorovi není administrátor povinen provádět výplatu výnosu dluhopisů nebo splácet jejich nominální hodnotu oprávněným osobám. Je ale povinen tak učinit bez zbytečného odkladu po skončení prodlení emitenta. Jestliže za trvání prodlení emitenta provede administrátor výplatu ze svých prostředků, uhradí emitent na první žádost administrátora na jeho účet částku takto administrátorem vyplacenou oprávněným osobám včetně úroku. Způsob výpočtu takového úroku stanoví smlouva o správě emise dluhopisů.

Administrátor nesmí ve vztahu k platbám oprávněným osobám uplatnit zadržovací právo nebo právo započtení pohledávky. Případně-li splatnost výnosu nebo jmenovité hodnoty dluhopisu na jiný než pracovní den, je administrátor povinen vyplatit předmětné částky nejbližší následující pracovní den.

Administrátor se zavazuje z plateb oprávněným osobám řádně a včas srážet daň nebo jiné částky, stanoví-li tak příslušný právní předpis a oprávněná osoba nedoloží pro administrátora uspokojivým způsobem, že má podle českých právních předpisů právo získat takovou platbu bez uvedených srážek nebo že podléhá snížené sazbě srážky.

Administrátor odškodní emitenta za veškeré nároky, příkazy, pokuty a penále vzniklé v souvislosti s tím, že administrátor neprovedl odpočet nebo srážku jakýchkoli daní a poplatků, pokud podle platných českých zákonů měly odpočet nebo srážka takových daní a poplatků, zejména jakýchkoli pokut a penále uložených českými finančními úřady, být provedeny. Právo emitenta na takové odškodnění trvá a bude vůči administrátorovi vymahatelné bez ohledu na případné postoupení práv z této smlouvy kteroukoli ze stran třetí osobě, ukončení smlouvy nebo odstoupení od ní kteroukoli stranou či jiný způsob zániku ostatních práv a závazků kterékoli ze stran, pokud se smluvní strany písemně nedohodnou jinak.

Smlouva o správě emise dluhopisů dále ukládá administrátorovi povinnost:

- bez zbytečného prodlení oznámit majitelům dluhopisů jménem emitenta způsobem určeným v emisních podmínkách výši výnosu dluhopisu pro příslušné období a změny v provádění plateb souvisejících s dluhopisy
- vést záznamy o všech platbách uskutečněných v souvislosti s dluhopisy včetně evidence o provedených srážkách nebo odpočtech daně nebo jiných částek
- uchovávat instrukce od oprávněných osob a kopie všech dokladů vydaných příslušným správcem daní, které potvrzují zaplacení všech daní nebo jiných obdobných částek v souvislosti s dluhopisy
- umožnit emitentovi nahlédnout do výše uvedené evidence a umožnit majitelům dluhopisů nahlédnout do stejnopisu smlouvy o správě emise s výjimkou ustanovení týkajících se odměny administrátora
- dát jménem emitenta a na jeho náklady pokyn Středisku cenných papírů kde zrušení dluhopisů, které emitent plně splatil a předat emitentovi potvrzení Střediska cenných papírů o zrušení dluhopisů

Administrátor je v souvislosti se službami poskytovanými podle smlouvy o správě emise dluhopisů oprávněn jednat na základě jakýchkoli oznámení, zpráv nebo dokumentů, které souvisí s dluhopisy nebo emitentem a o jejichž platnosti a původu není jakýkoli důvod pochybovat. Nehrozí-li nebezpečí, že se administrátor dostane do prodlení s plněním povinností podle této smlouvy, je povinen projednat takto získané informace s emitentem. Administrátor je oprávněn jednat a neponese žádnou odpovědnost za jednání na základě jakékoli instrukce, ohledně které došel rozumně k závěru, že je úplná a podaná k tomu oprávněnou osobou. Administrátor je oprávněn obstarat si na svůj vlastní náklad právní nebo jiné odborné služby, které bude považovat za potřebné v souvislosti s plněním povinností podle smlouvy o správě emise, a jednat na základě získaných doporučení s tím, že administrátor bude chráněn a nevznikne mu žádná odpovědnost, pokud naloží s doporučeními s odbornou péčí. Administrátor je povinen oznámit emitentovi sjednání poskytnutí odborných služeb a důvod, pro který tyto služby požaduje.

Ve stanovené lhůtě je administrátor povinen předat emitentovi nebo jiné osobě, kterou určí emitent, veškerou dokumentaci či záznamy týkající se smlouvy o správě emise nebo funkce administrátora.

Emitent nahradí administrátorovi škodu, která mu vznikne v souvislosti s výkonem jeho funkce včetně účelně vynaložených nákladů s výjimkou případů, kdy škoda vznikla v důsledku hrubé nedbalosti nebo úmyslného protiprávního jednání administrátora.

Administrátor nahradí emitentovi škodu, která mu vznikne v důsledku výkonu funkce administrátora včetně účelně vynaložených nákladů s výjimkou případů, kdy škoda vznikla v důsledku hrubé nedbalosti nebo úmyslného protiprávního jednání emitenta.

Administrátor se zavazuje, že veškeré informace, které obdrží v souvislosti s plněním funkce administrátora od emitenta, Střediska cenných papírů, od majitelů dluhopisů, správních orgánů nebo jakékoli jiné osoby, bude považovat vůči komukoli kromě emitenta za důvěrné a podléhající bankovnímu tajemství, s výjimkou případů, kdy takové informace byly výslovně určeny ke zveřejnění nebo předání třetí osobě osobou oprávněnou takto s takovými informacemi disponovat nebo kdy zveřejnění nebo předání takových informací je vyžadováno zákonem nebo emisními podmínkami dluhopisů. Taková práva a povinnosti stran trvají i po zániku smlouvy.

Smlouva o správě emise dluhopisů rovněž stanoví způsob určení a úhrady odměny administrátora. Toto ujednání není přístupné třetím osobám.

Administrátor i emitent jsou oprávněni smlouvu o správě emise vypovědět. Administrátor tak může učinit stanovený počet dnů po dni výplaty výnosu dluhopisu a stanovený počet dnů před dalším dnem výplaty výnosu dluhopisu. Nejpozději do skončení výpovědní lhůty je administrátor povinen vrátit emitentovi nevyplacené peněžní prostředky a předat mu veškerou dokumentaci či záznamy týkající se smlouvy o správě emise nebo funkce administrátora. Emitent je povinen ve stejné lhůtě zaplatit administrátorovi všechny dlužné částky.

Smlouva o správě emise zaniká rovněž dnem doručení písemného oznámení emitenta administrátorovi o tom, že emitent netrvá na jejím dalším plnění. Emitent je oprávněn učinit toto oznámení pouze stanovený počet dnů ode dne, kdy Česká národní banka uvalila na administrátora nucenou správu nebo mu odňala povolení působit jako banka, administrátor rozhodl o svém zrušení nebo tak učinil soud nebo byl na administrátora podán insolvenční návrh. Také v případě tohoto způsobu ukončení smlouvy o správě emise je administrátor povinen vrátit emitentovi nevyplacené peněžní prostředky a předat mu veškerou dokumentaci či záznamy týkající se smlouvy o správě emise nebo funkce administrátora a emitent je povinen zaplatit administrátorovi všechny dlužné částky.

#### **4.5 Právní posudky**

Právní posudky tvoří nedílnou součást emisní dokumentace. Jejich význam spočívá v tom, že zvyšují právní jistotu ohledně platnosti, účinnosti a vymahatelnosti závazků vyplývajících z emitovaných dluhopisů a ze smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů. V typickém

případě zpracovává jeden právní posudek právní poradce emitenta a druhý právní posudek předkládá právní poradce aranžéra emise.

Právní posudek je založen na českých právních předpisech účinných k datu vystavení právního posudku, které aplikují soudy České republiky, a vystavuje se za předpokladu, že podléhá českým právním předpisům a že se vykládá podle nich. Předmětem právního posudku jsou:

- smlouva o zajištění emise dluhopisů
- smlouva o úpisu emise dluhopisů
- smlouva mezi upisovateli emise dluhopisů
- smlouva o založení a vedení registru emitenta zaknihovaných dluhopisů
- smlouva o správě emise dluhopisů
- další dokumenty, které jsou v souvislosti s vystavením právního posudku nezbytné (např. výpisy z obchodního rejstříku, stanovy emitenta, zápisy z jednání představenstva emitenta, rozhodnutí České národní banky, rozhodnutí organizátora regulovaného trhu)

Závěry právních posudků jsou založeny na následujících předpokladech:

- kopie všech dokumentů, které byly právnímu poradci předloženy, souhlasí ve všech ohledech s originály těchto dokumentů
- všechny smluvní strany jsou oprávněny k uzavření smluv, které jsou předmětem právního posudku, všechny tyto smlouvy byly všemi smluvními stranami rádně schváleny a podepsány v souladu se všemi příslušnými právními a vnitřními předpisy a jsou tak platné, pro tyto smluvní strany závazné a na těchto smluvních stranách vymahatelné v souladu s právními podmínkami v nich obsaženými
- všechny podpisy připojené na originálech dokumentů jsou pravé a všechny příslušné smluvní strany uzavřely smlouvy na základě své svobodné a vážné vůle a v dobré víře
- všechny dokumenty jsou úplné a platné a nebyly od data svého vydání žádným způsobem doplněny nebo změněny
- nedošlo k žádným změnám v zápisech v obchodním rejstříku ani nenastaly žádné takové skutečnosti, jejichž zápis do obchodního rejstříku by byl vyžadován
- vymahatelnost závazků vyplývajících z emitovaných dluhopisů a ze smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů je vymezena příslušnou úpravou a praxí občanskoprávního soudního řízení v České republice a zahraniční rozhodnutí nemusí být v České republice vykonatelná



- závěry právního posudku mohou být omezeny právními předpisy, které upravují insolvenční řízení, případně dalšími právními předpisy, které se týkají práv věřitelů obecně
- právní posudek se nevyjadřuje k dopadu daňových předpisů na dluhopisy, smlouvy, které jsou předmětem právního posudku, nebo na plnění závazků z nich vyplývajících
- právní posudek se nevyjadřuje k emisním podmínkám dluhopisu, k prospektu dluhopisu, ke kotaci dluhopisů na regulovaném trhu a k finanční ani hospodářské situaci emitenta

Pozitivní právní posudek obsahuje následující závěry:

- závazky vyplývajících z emitovaných dluhopisů představují platné, účinné a vymahatelné závazky
- závazky vyplývajících ze smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů představují platné, účinné a vymahatelné závazky
- povolení a schválení vydaná v souvislosti s emisí dluhopisů byla platně vydána v souladu s právními předpisy
- k platnému vydání dluhopisů a k platnému podpisu smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů není třeba zaplatit jakémukoli orgánu České republiky jakýkoli další soudní, notářský, registrační nebo jiný poplatek
- vydání dluhopisů, podpis smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů a plnění závazků z nich vyplývajících nebude mít za důsledek porušení žádného zákona, vyhlášky ani jiného právního předpisu České republiky ani stanov emitenta
- vydání dluhopisů, podpis smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů a plnění závazků z nich vyplývajících nevyžaduje jakýkoli další souhlas nebo schválení soudu, ministerstva nebo jiného správního orgánu České republiky
- vydání dluhopisů, podpis smluv uzavřených v souvislosti s emisí dluhopisů a plnění závazků z nich vyplývajících nevyžaduje, aby jakékoli dokumenty byly notářsky ověřeny nebo podány nebo předloženy jakémukoli orgánu České republiky

Právní posudek může být zpřístupněn třetím osobám pouze s předchozím písemným souhlasem právního poradce, který právní posudek vystavil. Bez předchozího písemného souhlasu právního poradce nelze právní posudek používat, předávat, citovat nebo se na něj jiným způsobem odvolávat ani se na něj k jakémukoli jinému účelu spoléhat. Právní poradce nepřijímá jakoukoli povinnost aktualizovat nebo doplňovat právní posudek tak, aby vyjadřoval jakékoli skutečnosti nebo okolnosti, o kterých se právní poradce dozví po datu jeho vystavení, ani jakékoli změny právních předpisů nebo jiných skutečností.

## ZÁVĚR

Emise dluhopisů je tradiční formou financování podniků, finančních institucí, státu a územních samosprávných celků. Přestože Česká republika má jeden z nejrozvinutějších dluhopisových trhů ve střední a východní Evropě, emise dluhopisů zatím nepatří v České republice k rozšířeným způsobům financování. Malá atraktivita této formy financování je důsledkem silného bankovního sektoru, omezené velikosti české ekonomiky, konzervativního přístupu investorů k nákupu dluhopisů, fiskální politiky vlády a měnové politiky České národní banky.

Na českém trhu historicky dominují jako hlavní zdroj financování bankovní úvěry. Až po nich následují emise domácích dluhopisů a emise akcií. Tento jev primárně souvisí s nedostatečnou ochranou kapitálového trhu v období transformace české ekonomiky a z toho vyplývající nedůvěrou investorů v kapitálový trh. Český trh je pro emise dluhopisů relativně malý vzhledem k tomu, že velká část likvidity investorů je absorbována emisemi státních dluhopisů, kterými vláda financuje deficit státního rozpočtu, a emisemi hypotečních zástavních listů, jejichž vydávání souvisí s expanzí hypotečních úvěrů. Jak státní dluhopisy tak hypoteční zástavní listy představují dluhopisy s nízkým rizikem, kterým domácí investoři dávají přednost před korporátními dluhopisy nebo dluhopisy emitovanými finančními institucemi. K malému zájmu investorů o domácí emise přispívají také nízké výnosy, které domácí dluhopisy nesou ve srovnání s výnosy dluhopisů emitovaných v jiných zemích Evropské unie. Nižší výnosy domácích dluhopisů jsou důsledkem úrokového diferenciálu (domácí úrokové sazby jsou nižší než úrokové sazby v zemích evropské měnové unie), který je výsledkem měnové politiky České národní banky (inlace v České republice je nižší než inlace v zemích evropské měnové unie). Velmi konkurenční bankovní prostředí v České republice vede navíc k tomu, že za jinak stejných podmínek jsou náklady úvěrového financování nižší než náklady emise dluhopisů.

Základními znaky financování ve formě emise dluhopisů jsou dluhový charakter emise a její sekundární obchodovatelnost. Emitent dluhopisu se zavazuje platit majiteli dluhopisu úroky a splatit jeho nominální hodnotu a zásadně nemá možnost se těchto závazků zprostit. Platby úroků a jistiny jsou soudně vynutitelné. Tím se dluhopis liší od akcií, protože výplata dividend je závislá na ekonomické úspěšnosti emitenta akcií. Navíc v případě úpadku emitenta se majitelé dluhopisů zásadně uspokojují z majetkové podstaty dlužníka před akcionáři. S tím souvisí nižší požadovaná výnosová míra majitelů dluhopisů ve srovnání s výnosovou mírou požadovanou akcionáři a tedy relativně nižší náklady tohoto způsobu

financování. Dluhopisy jsou zpravidla veřejně obchodovatelné, což znamená, že dluhopisy může jejich majitel kdykoli po datu emise prodat a získat tak zapůjčené prostředky zpět. Investor, který naopak hledá způsob, jak své dočasně volné prostředky zhodnotit, může dluhopisy kdykoliv po datu emise koupit od jejich stávajícího majitele.

Výhodou dluhopisů ve srovnání s bankovním úvěrem je jejich relativně nižší cena, diverzifikace zdrojů financování, možnost získat jednorázově velký objem prostředků, delší doba splatnosti a větší prestiž a publicita emitenta v případě úspěšného umístění emise na regulovaném trhu. Nevýhodou dluhopisů jsou relativně vysoké administrativní náklady spojené s jejich emisí a malá flexibilita tohoto způsobu financování. Většina emitovaných dluhopisů nese pravidelně vyplácený fixní úrok a jejich nominální hodnota je splatná jednorázově v době splatnosti emise. Předností bankovních úvěrů je daleko větší prostor pro přizpůsobení struktury úvěru potřebám dlužníka. Tento nedostatek dluhopisů je však v poslední době překonáván dynamickým rozvojem finančních trhů a vznikem celé řady finančních inovací. Emitent tak například může vydat dluhopisy s postupným čerpáním, dluhopisy, které nemají stanovené datum splatnosti, nebo dluhopisy, jejichž výnos je odvozen ze zisku emitenta. Protože majitelé dluhopisů mají jen omezené možnosti jak ovlivňovat činnost emitenta, chrání zákon jejich práva tím, že stanoví emitentovi rozsáhlé informační povinnosti, které vyžadují maximální informační otevřenost emitenta.

Předpokladem širšího uplatnění emise dluhopisů jako formy financování ekonomických subjektů v České republice jsou transparentní finanční trhy, příznivý makroekonomický vývoj, stabilní politická scéna, vynutitelnost majetkových práv, zakotvení základních principů správy a řízení společností do práva obchodních společností, zvýšení důvěryhodnosti finančních výkazů uplatňováním mezinárodních účetních standardů a posílením nezávislosti externích auditorů, změna preferencí investorů a v neposlední řadě také existence dostatečně velkých a finančně zdravých emitentů, kteří mají potenciál pro další růst.

## LITERATURA

- Bakeš, M., a kol. Finanční právo. 3. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck, 2003
- Dvořák, P., Bankovníctví pro bankéře a klienty. Praha: Linde Praha, 2005
- Ježek, T., Jakub, F., Tuček, M., Čech, P., a kol. Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004
- Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P., a kol. Kurz obchodního práva. Právo cenných papírů. 4. vydání. Praha: C. H. Beck, 2005
- Mareš, S., Zdroje financování podniku. Praha: Eurpress, 2004
- Musílek, P., Finanční trhy a investiční bankovníctví. Praha: ETC Publishing, 1999
- Pelikánová, I., Obchodní právo, Praha: ASPI, 2003
- Tetřevová, L., Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006
- Veselá, J., Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, 2007