

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLOMOUCI

FILOZOFICKÁ FAKULTA

DLUHOPISY JAKO FORMA ZÍSKÁVÁNÍ FINANČNÍCH ZDROJŮ
V ČESKÉ REPUBLICE PO NOVELE ZÁKONA Č. 172/2012 SB.

Bakalářská práce

Autor: Adam Liolias

Vedoucí práce: Mgr. Tomáš Talášek

Olomouc 2018

Prohlášení

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma: „Dluhopisy jako možnost získávání finančních zdrojů v České republice po novele zákona č. 172/2012 Sb.“ vypracoval samostatně pod odborným dohledem vedoucího bakalářské práce a uvedl jsem všechny použité podklady a literaturu.

V Olomouci dne 26. 4. 2018

Podpis

Rád bych poděkoval svému vedoucímu práce Mgr. Tomáši Taláškovvi za veškerou pomoc, ochotu, vedení a trpělivost po dobu psaní této práce. Dále děkuji JUDr. Lumírovi Schejbalovi za čas, který mi věnoval a odpovědi na všechny mé dotazy ohledně tématu. Zároveň moc děkuji rodině a nejbližším přátelům, kteří mi poskytli zázemí a podporu během mých studií a psaní této práce.

Obsah

Úvod	6
1. Dluhopisy.....	8
1.1. Definice dluhopisu	8
1.2. Historie dluhopisů	9
1.3. Základní pojmy	11
1.3.1. Emisní podmínky	11
1.3.2. Prospekt dluhopisů.....	11
1.4. Rozdělení dluhopisů.....	12
1.5. Zvláštní kategorie dluhopisů	13
1.5.1. Státní dluhopisy a dluhopisy vydané ČNB	13
1.5.2. Komunální dluhopisy.....	15
1.5.3. Hypoteční zástavní listy.....	15
1.5.4. Vyměnitelné a prioritní dluhopisy	16
1.5.5. Podřízené dluhopisy.....	17
1.5.6. Sběrný dluhopis	17
2. Dluhopisy v České republice po novele zákona č. 172/2012 Sb.	19
2.1. Novela zákona č. 172/2012 Sb.....	19
2.2. Emisní podmínky po novele zákona	19
2.3. Emitent dluhopisů po novele zákona	20
2.4. Schůze vlastníků po novele zákona.....	21
2.5. Prospekt dluhopisů po novele zákona	22
2.6. Režimy výdeje dluhopisů po novele zákona	25
2.6.1. Veřejná podlimitní nabídka	25
2.6.2. Neveřejná nabídka	26
2.6.3. Veřejná nabídka	28
2.6.4. Srovnání základních režimů.....	28

3. Aktuální situace s dluhopisy na českém trhu.....	29
3.1. Situace s dluhopisy po novele zákona č. 172/2012 Sb.....	29
3.2. Analýza dluhopisů bez prospektu	31
3.3. Analýza serveru dluhopisy.cz	33
3.4. Vyhodnocení analýzy.....	41
4. Dluhopis jako možnost získání finančních zdrojů.....	42
4.1. Dluhopis jako alternativa bankovního úvěru	42
4.1.1. Výhody a nevýhody získání finančních zdrojů pomocí dluhopisů.....	43
4.2. Proces před emisí	44
4.3. Proces emise.....	44
4.4. Propagace dluhopisů	46
5. Investování do dluhopisů	47
5.1. Výhody a nevýhody investování do dluhopisu	47
5.2. Rady pro investory	48
5.2.1. Dluhopis není garantovaný	49
Závěr	52
Summary.....	53
Seznam pramenů a literatury	54
Seznam zkratk	61
Seznam obrázků.....	62
Seznam tabulek	63
Seznam příloh.....	64
Přílohy.....	65

Úvod

Po novele zákona o dluhopisech č. 172/2012 Sb. se v České republice změnila situace na trhu s dluhopisy. V důsledku změn, které novela implementovala do zákona o dluhopisech č. 190/2004 Sb., začalo na finančním trhu přibývat více emisí dluhopisů, které nemusí být žádným způsobem schváleny Českou národní bankou, jelikož novela zákona zrušila povinnost nechat si schválit emisní podmínky dluhopisů. Pokud není k emisi nutné vyhotovit prospekt, není tento typ dluhopisu hlídán, ani regulován žádným orgánem. Navíc po novele zákona mohou své dluhopisy vydávat i fyzické osoby, přičemž praxe ukázala, že o dluhopisy je čím dál větší zájem jak ze strany emitentů, tak ze strany drobných investorů.

Bakalářská práce je strukturována do pěti kapitol. V první kapitole, která představuje teoretický rámec, se věnuji definici dluhopisů, která je zakotvená v zákoně, a také historii dluhopisů, jež sahá až do období asyrsko-egyptském či babylonském (24. století př. n. l.). Dále se v této kapitole věnuji základním pojmům, které jsou podstatné pro tuto práci, a také věnuji část práce teoretickému rozdělení dluhopisů, které se v praxi používá a zvláštním kategoriím dluhopisů, jež jsou zakotveny v zákoně. Druhá kapitola je věnována samotné novele zákona o dluhopisech č. 172/2012 Sb. V této části se zabývám nejvýznamnějšími změnami, které byly novelou do zákona o dluhopisech implementovány, a také základními režimy výdeje dluhopisů, které je možné po novele zákona využít k emisi dluhopisů. Třetí kapitola je již praktického rázu, jelikož se v ní věnuji aktuální situaci dluhopisů na českém trhu a také serverům, na kterých jsou propagovány emise dluhopisů. Na těchto serverech jsem také provedl analýzy. Čtvrtá kapitola popisuje možnost získávání finančních zdrojů pomocí dluhopisů, výhody a nevýhody s touto možností spojené, a také postup při emisi dluhopisů. Pátá kapitola je výsledkem studia tématu této práce, kde reflektuji rizika dluhopisů pro investory.

Cílem bakalářské práce tedy je popsat jaké změny přinesla novela zákona č. 172/2012 Sb., a jaká je v důsledku těchto změn situace s dluhopisy na českém trhu. Poté chci zjistit, zda je složité provést vlastní emisi dluhopisů, a také jaká jsou rizika spojená s investováním do dluhopisů. Ke splnění cílů využiji studia literatury, či jiných zdrojů, jelikož přistupuji ke zvolenému tématu bez předešlé znalosti. Ke splnění cílů

využiji také analýzy dluhopisů umístěných za účelem inzerce na dluhopisových serverech, které se v českém prostředí začínají vyskytovat od roku 2015.

V průběhu zpracování této práce jsem za účelem lepšího pochopení tématu kontaktoval JUDr. Lumíra Schejbala, advokáta specializujícího se na právo finančních trhů, se kterým jsem se i setkal. Toto setkání mi velmi pomohlo k uchopení celého problému, jelikož jsem měl možnost získat cenné rady a poznatky z praxe. JUDr. Schejbal je jedním z mála odborníků, kteří se o své poznatky v českém prostředí dělí a k tomu používá blog na webových stránkách své advokátní kanceláře. Z tohoto důvodu v této práci čerpám hojně z těchto zdrojů, nebo ze zdrojů poskytnutých Ministerstvem financí České republiky. Upozorňuji, že práce je koncipována ekonomicky s důrazem na praxi a aktuální situaci na trhu, nikoliv právně.

1. Dluhopisy

Dluhopisy, nebo také obligace, jsou cenné papíry, které mají dlouhou historii, přičemž v poslední době se s nimi také díky novele zákona č. 172/2012 Sb. můžou drobní (retailový) investoři na finančním trhu setkávat čím dál více (MFČR, 2018a, s. 11). Cílem první kapitoly je proto vysvětlit, co dluhopis je, představit jeho historii, důležité pojmy s nimi spojené a rovněž dělení a kategorie dluhopisů které se na finančním trhu mohou vyskytovat.

1.1. Definice dluhopisu

Zákon o dluhopisech č. 190/2004 Sb. (dále jen ZDluh¹) definuje dluhopis jako: „*cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír vydaný podle českého práva, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem vlastníkovi dluhopisu, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu*“ (§ 2 odst. 1 ZDluh).

V odborné literatuře se můžeme setkat s různými definicemi dluhopisů. Nývltová a Režňáková (2007, s. 159) definují dluhopisy následovně: „*Dluhopisy neboli obligace jsou cenné papíry, s nimiž je spojeno právo jejich majitelů požadovat splacení dlužné částky, která zpravidla zahrnuje jmenovitou hodnotu dluhopisu a výnosy z něj plynoucí*“.

Další možná definice zní takto: „*Dluhopisy se řadí mezi tzv. dluhové (obligační) cenné papíry. Jejich hospodářskou podstatou je úvěrový vztah mezi nabyvatelem dluhopisu a jeho emitentem. Dluhopis je pak cenným papírem, do něhož je inkorporována povinnost emitenta platit za poskytnutou jistinu úroky a zpravidla ke stanovenému datu (tzv. splatnosti dluhopisu) pak jeho majiteli jistinu vrátit*“ (Kotásek, Pihera, Pokorná, Vítek, 2014, s. 101).

Uvedené definice se shodují v základních parametrech dluhopisu, kterými jsou, že dluhopis je cenný papír, jehož držitel (majitel) má právo na splacení dlužné částky od emitenta².

¹ Autoři někdy používají i zkratku ZoDluh či DluhZ, já však zvolil zkratku ZDluh.

² Oprávněný subjekt, který vydává finanční instrument do oběhu.

Na finančním trhu jsou dluhopisy vedle akcií nejvýznamnějšími cennými papíry a operace s nimi jsou ve většině zemí legislativně upraveny. Oproti akcií nezakládá držení dluhopisu investorovi žádná vlastnická práva na emitentovi. (Stádník 2012a, s. 24). „*Na dluhopisy, coby cenné papíry, se samozřejmě vztahují obecné předpisy o cenných papírech, především pak právní úprava v občanském zákoníku. Zvláštní právní úprava dluhopisů je však obsažena především ve zvláštním zákoně č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, který s účinností k 1. 5. 2004 nahradil původní zákon o dluhopisech z roku 1990 (zákon č. 530/1990 Sb.). Tento zákon pak ve svém druhém ustanovení definuje dluhopisy kombinací formálních a materiálních prvků. Dluhopisem se tedy podle ZDluh rozumí pouze zastupitelný cenný papír, který je vydáván podle českého práva*“ (Kotásek a spol. 2014, s. 101).

1.2. Historie dluhopisů

Kotásek a spol. (2014) ve své knize píše, že počátky cenných papírů se dají dohledat už v období panování makedonského krále Alexandra Velikého ve 4. století př. n. l. Dokonce hovoří i o období asyrsko-egyptském či babylonském (24. století př. n. l.), jelikož archeolog Rawlinson objevil v okolí Eufratu terakotové a hliněné poukázky, které se používali jako osvědčení dluhu z půjček. Během středověku, zejména během křížáckých válek (12. a 13. století n. l.), docházelo k postupnému rozšiřování listin podobných cenným papírům. Liška a kolektiv (2017, s. 5.) k tomu dodávají, že tyto cenné papíry byli vydávány anglickými králi v roce 1199, Ludvíkem IX. Ve Francii v letech 1258 a 1266; dalmatským městem Split v roce 1261.

Počátkem 15. století stáli italští kupci u zrodu prvních investičních obchodů, když se scházeli na ulicích či náměstích na pravidelných schůzkách, na kterých směňovali krátkodobé cenné papíry za likvidnější prostředky. V roce 1407, když Janov potřeboval peníze pro válečné účely, byla založena Banka sv. Jiří. Zprvu byli investoři, kteří půjčovali státu, zapsáni pouze do knihy státního dluhu, později již byly vydány cenné papíry (Musílek, 2011, s. 14).

V roce 1531 byla v Antverpách založena antverpská burza, což je možné považovat za mezník vývoje světových trhů cenných papírů, poněvadž dochází

k formování organizovaného *sekundárního trhu cenných papírů*³. Burzy byly zakládány i v dalších evropských městech, jako například v Lyonu, Toulouse nebo v Paříži. Na těchto primitivních burzách se obchodovalo pouze s dluhovými státními cennými papíry (Musílek, 2011, s. 14).

Dalším velmi důležitým historickým mezníkem je založení amsterdamské burzy v roce 1608, kde se začalo poprvé obchodovat s majetkovými cennými papíry. V Amsterdamu byly již dříve společnosti, které si opatřovaly kapitál vydáváním stvrzenek, nazývanými *aktie*. Ty se však lišily v tom, že nezakládaly pohledávku vůči společnosti, která je vydala, ale vůči jednotlivým osobám, které provozovaly obchodní činnost. Burza v Amsterdamu dostala rys moderní burzy díky velkému rozmachu termínových obchodů (Musílek, 2011, s. 14).

Americké trhy cenných papírů se dynamicky začaly rozvíjet až koncem 18. a začátkem 19. století. Jednotlivci, kteří měli přebytečný kapitál, je začali používat v obchodech s cennými papíry. „*Investiční domy J. P. Morgan, Lehman Brothers, Kuhn Loeb a Goldman Sachs*⁴ získávaly kapitál na amerických i zahraničních finančních trzích a pomáhaly financovat mohutnou industrializaci americké ekonomiky v období mezi občanskou válkou a 1. světovou válkou. Důvodem vzniku burzy však byly finanční potřeby státu. V roce 1970 vznikl primární trh státních dluhopisů. Sekundární obchody s těmito cennými papíry měly zpočátku neorganizovaný charakter, což se projevovalo v jejich nízké likviditě“ (Musílek, 2011, s. 15).

Obrovský rozmach trhů cenných papírů probíhal zejména v druhé polovině 19. a začátkem 20. století. Tento rozmach byl ukončen Velkou hospodářskou krizí v letech 1929-1932. K nové etapě dochází v 50. letech 20. století díky masové reklamě, široce dostupnému finančnímu a investičnímu vzdělání a rozsáhlým pobočkovým sítím investičních firem, které zpřístupnili finanční investování drobným investorům (Musílek 2011, s. 15-16).

Kotásek a spol. (2014, s. 101) píší: „*První dluhopisy se objevily již v období vrcholného středověku, jejich masivní nástup do hospodářského života se však datuje až*

³ Sekundární trh cenných papírů je trhem již emitovaných cenných papírů. Funkce sekundárního trhu spočívá ve stanovování jejich tržních cen a v zajišťování jejich likvidity (Oškrdalová, 2012, s. 19).

⁴ J. P. Morgan a Goldman Sachs jsou stále aktivní.

počátkem 19. stol., kdy začaly být dluhopisy ve větší míře využívány jako zdroj financování podniků, který tvořil alternativu klasickému bankovnímu úvěru“.

1.3. Základní pojmy

Pro lepší pochopení práce a orientaci v ní, je nezbytné rozumět pojmům: emisní podmínky a prospekt dluhopisů, jelikož jsou v práci často zmiňovány.

1.3.1. Emisní podmínky

Emisní podmínky podle zákona č. 190/2014 Sb. § 8 *„podrobněji vymezují práva a povinnosti emitenta a vlastníků dluhopisů, jakož i informace o emisi dluhopisů“*

Náležitost emisních podmínek dále upravuje stejný zákon v § 6 a 9. Mezi nejdůležitější informace, které musí emisní podmínky obsahovat, patří především:

- identifikace emitenta
- datum emise
- lhůta pro upisování emise⁵
- jmenovitá hodnota dluhopisů a jednoho dluhopisu
- výnos *emise*⁶
- datum, nebo jiný okamžik splacení
- informace o tom kde a jak má být dluhopis splacen
- označení „dluhopis“, nejde-li o hypoteční zástavní list, státní pokladniční poukázku nebo poukázku České národní banky (viz kapitola 1.5).

1.3.2. Prospekt dluhopisů

„Prospekt je dokument informativního charakteru, který umožňuje potenciálním investorům seznámit se s osobou emitenta cenných papírů (zejména s výsledky jeho hospodaření) a konkrétními podmínkami příslušné emise cenných papírů a díky tomu se kvalifikovaně rozhodnout, zda je vhodné do dané emise cenných papírů investovat či nikoli“ (MFČR, 2018a). Prospekt je dále upravován v zákoně o podnikání na kapitálovém

⁵ období, ve kterém je možné nakoupit dluhopis. Může být ukončeno i předčasně, pokud to emisní podmínky dovolují, případně upisování končí, pokud se upíší všechny dluhopisy.

⁶ *„Emisí dluhopisů se rozumí jejich vydání do oběhu za účelem obstarání finančních prostředků“* (Nývtová, Režňáková 2007, s. 159).

trhu č. 256/2004 Sb. (dále jen ZPKT). Podle § 36 musí být prospekt dluhopisu vyhotoven vždy, pokud chce emitent nabízet nabídku dluhopisů veřejně. Jak uvádí JUDr. Schejbal (2015): „*Ustanovení ZPKT o veřejné nabídce a o prospektu se mimo jiné nevztahuje na cenné papíry, jejichž celková hodnota protiplnění je nižší než částka 1 000 000 EUR; tato částka se vypočítává za cenné papíry nabízené ve všech členských státech Evropské unie v průběhu 12 měsíců.*“ (více v kapitole 2.5)

Součástí prospektu je vždy shrnutí, které je umístěno na začátku celého dokumentu, a obsahuje shrnutí celého prospektu, aby potenciální investor získal základní informace o prospektu. Celý prospekt si zpravidla v praxi čtou pouze analytici cenných papírů. Shrnutí prospektu musí obsahovat: stručnou charakteristiku emitenta, včetně rizik spojených s majetkem, závazky a finanční situací; stručný popis podstatných rizik emitenta; stručný popis podstatných rizik souvisejících s investicí do daného cenného papíru; důvody veřejné nabídky, způsob, jakým emitent použije výnosy veřejné nabídky (Schejbal, 2017e).

1.4. Rozdělení dluhopisů

Z kapitoly 1.2 vyplývá, že ve světě mají dluhopisy dlouhou historii. Během jejich používání se začaly rozdělovat podle několika kritérií. Níže uvádím ty nejdůležitější, jelikož budou využívány v této práci.

Jedním ze základních kritérií, podle kterého se dluhopisy dělí, je typ emitenta. Dluhopisy dělíme na státní, *korporátní*⁷, komunální (emitentem je územní samosprávný celek), bankovní dluhopisy, hypoteční zástavní listy (Stádník, 2012b, s. 31-32).

Dalším kritériem, podle kterého se můžou dluhopisy dělit, je doba splatnosti. Podle doby splatnosti se dluhopisy dělí na:

- krátkodobé (zhruba do 2 let)
- střednědobé (zhruba do 5 až 10 let)
- dlouhodobé (nad 10 let)
- s extrémně dlouhou dobou do splatnosti (nad 100 let)⁸

⁷ Za korporátní dluhopisy se berou cenné papíry firem

⁸ „*Na dluhopisy s extrémně dlouhou dobou do splatnosti lze pohlížet jako na dluhopisy bez splatnosti. Příkladem může být dluhopis emitovaný společností West Shore Railroad se splatností v roce 2361.*“ (Stádník, 2012b)

- bez splatnosti – věčná renta

„Dělení dle doby do splatnosti není jednotné a v závislosti na regionálních zvyklostech se může lišit.“ (Stádník, 2012b, s. 29)

Dluhopisy můžeme také rozdělit podle podoby *na listinný cenný papír* nebo *zaknihovaný cenný papír* (Stádník, 2012b, s. 33). Listinný fyzicky existuje v tištěné podobě, zatímco zaknihovaný (dematerializovaný) cenný papír je veden v evidenci Centrálního depozitáře cenných papírů. Pokud je dluhopis v listinné podobě, musí nést náležitosti uvedené v ZDluh § 6, u zaknihovaného dluhopisu postačí, že údaje stanovené zákonem jsou zjistitelné z příslušné evidence zaknihovaných dluhopisů (ZDluh §6).

1.5. Zvláštní kategorie dluhopisů

Kromě kritérií, podle kterých se mohou dluhopisy dělit, ZDluh vymezuje v druhé části tzv. *zvláštní kategorie dluhopisů*. Jak uvádí Chalupa a Rieterman (2014, s. 117): „Vzhledem ke značné oblíbenosti dluhopisu jako efektivního nástroje financování došlo ke vzniku specifických kategorií tohoto cenného papíru.“ Mezi tyto zvláštní kategorie podle ZDluh patří:

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

Jednotlivé zvláštní kategorie dluhopisů jsou popsány v následujících podkapitolách. Se všemi těmito kategoriemi je možné se setkat v praxi. Každá kategorie dluhopisů má svou charakteristiku, díky které se odlišuje od ostatních kategorií dluhopisů.

1.5.1. Státní dluhopisy a dluhopisy vydané ČNB

Státní dluhopisy jsou definovány podle zákona č. 190/2004 Sb. jako dluhopisy vydané Českou republikou, a zároveň cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky. Přestože se jedná o státní dluhopis, ZDluh povoluje vydávat České republice tento typ dluhopisů i v zahraničí. Státní dluhopisy jsou vydávány prostřednictvím Ministerstva financí České republiky (dále jen MFČR), které k tomuto výdeji využívá ČNB jako

emidenta státních dluhopisů. Výdej těchto dluhopisů slouží ke správě a splácení státního dluhu. V této souvislosti Česká republika oslovuje nejrůznější subjekty od institucionálních investorů až po drobné investory v podobě fyzických osob. Dluhopisy vydané ČNB se splatností do 6 měsíců včetně, jsou označovány jako *poukázky České národní banky*. Pokud je doba splatnosti dluhopisů do 1 roku včetně, jsou tyto dluhopisy označovány jako *státní pokladniční poukázky*. Základní specifikum u státních dluhopisů a dluhopisů vydávaných ČNB spočívá v tom, že některá ustanovení ZDluh se na ně vůbec nevztahují. Není například svolávána schůze vlastníků, která u běžného dluhopisu musí být svolána pro změny v emisních podmínkách. Z důvodu zachování právní jistoty vlastníků těchto dluhopisů je jakákoliv změna emisních podmínek vyloučena (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 117-118). „*Dluhopisy emitované, či zaručené státy jsou obecně považovány za nejbezpečnější druh dluhopisů. Dluhopisy emitované bohatými státy jsou nejrozšířenějšími dluhopisy na světě*“ (Kotásek a spol., 2014, s. 110). Pro přehled vydávaných státních dluhopisů během posledních 6 let přikládám Tabulku 1.

Tabulka 1 - Přehled střednědobých a dlouhodobých dluhopisů vydávaných na domácím a zahraničním trhu od roku 2012 do roku 2017. Dále je zaznamenán domácí a zahraniční dluh, a také podíl všech dluhopisů emitovaných státem ke krytí státního dluhu v České republice (MFČR, 2018b).

v mld. Kč	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Domácí dluh	1287,3	1288,1	1363,7	1389,4	1343,6	1370,9
Státní dluhopisy vydané na domácím trhu	1042	1079,7	1175,7	1235,2	1301,6	1305,4
Zahraniční trh	380,3	395,2	300	283,6	269,8	253,8
Státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích	310,3	323,7	239,6	225,6	213,5	202,6
CELKEM VYDANÉ STÁTNÍ DLUHOPISY	1352,3	1403,4	1415,3	1460,8	1515,1	1508
STÁTNÍ DLUH CELKEM	1667,6	1683,3	1663,7	1673	1613,4	1624,7
Podíl dluhopisů na krytí státního dluhu v %	81,09	83,37	85,07	87,32	93,91	92,82

Zajímavý postřeh k tématu mají autoři Havlíček a Stupavský (2013, s. 18-19): „*Ministerstvo financí se na podzim 2011 rozhodlo pokusně vydat takzvané spořicí dluhopisy⁹ pro domácnosti a nadále v této praxi pokračuje. Česko se tak zařadilo mezi*

⁹ Spořicí státní dluhopisy jsou cenné papíry určené pro občany České republiky a cizí státní příslušníky; občanské sdružení; nadace a nadační fondy; registrované církve a náboženské společnosti; obecně prospěšné společnosti a zahraniční neziskové organizace, které vydává Česká republika, a jsou evidovány v elektronické podobě v samostatné evidenci Ministerstva financí. Je možné koupit 1letý, či 5letý spořicí státní dluhopis (MFČR, 2011, s. 2-3).

vyspělé země, které nabízí část vydávaných dluhopisů přímo občanům. Výnos těchto dluhopisů není oslňující a u pětiletých dluhopisů dosahuje přibližně 3 procent ročně nominálně (tedy bez zohlednění inflace). Na druhou stranu riziko spojené se státními dluhopisy se blíží nule. Ovšem platí to jen do té míry, jakou se politická rozhodnutí vzdalují řeckému pokušení.“

1.5.2. Komunální dluhopisy

Tento typ dluhopisů je vydáván územním samosprávným celkem (obcí či krajem), přičemž jeho název musí obsahovat slovo *komunální*. Účel výdeje těchto dluhopisů je stejný jako u státních dluhopisů, tj. ke krytí svého schodkového rozpočtu. Pro vydání těchto dluhopisů si musí obec či kraj vyžádat souhlas MFČR. Tento souhlas MFČR udělí v případě splnění tří podmínek, kterými zjednodušeně řečeno podle ZDluh § 27 jsou: schopnost emitenta splatit dluhopisy; vázanost získaných finančních prostředků na zákonem stanovený účel a lhůta splatnosti komunálních dluhopisů kratší než 15 let od data emise (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 118-119).

Tabulka 2 - Podíl vydávaných komunálních dluhopisů územními celky České republiky v letech 2010 – 2016 (MFČR, 2017).

v mld. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost územních rozpočtů	105,1	107,2	117,1	121,6	119,1	116,3	95,6
Vydané komunální dluhopisy	15,8	14	13,8	15	11,8	10,7	10,7
Podíl komunálních dluhopisů vůči celkové zadluženosti v %	15,03	13,06	11,78	12,34	9,91	9,20	11,19

Například Praha emitovala v roce 2011 komunální dluhopisy v celkové výši 5 mld. Kč s pevným úrokovým výnosem 4,25 % splatných v roce 2021 (Magistrát hl. města Prahy, 2017, s. 7). Pokud se územní samosprávní celek dopustí přestupku podle ZDluh § 38 může mu být udělena pokuta do výše 20 mil. Kč.

1.5.3. Hypoteční zástavní listy

Hypoteční zástavní list (dále jen HZL) je podle § 28 odst. 1 ZDluh definován jako dluhopis, jakož i obdobný cenný papír. Název musí obsahovat slova „hypoteční zástavní list“ a emitentem HZL může být pouze banka se sídlem v ČR. Jmenovitá hodnota a poměrný výnos tohoto dluhopisu je plně kryt pohledávkami z *hypotečních úvěrů* nebo částí těchto pohledávek, případně také náhradním způsobem podle ZDluh. Hypoteční úvěr je takový úvěr, jehož splacení je zajištěno zástavním právem k nemovité věci

nacházejí se v některém z členských států EU nebo v jiném státě tvořícím Evropský hospodářský prostor¹⁰. Maximální výše pohledávky z poskytnutého hypotečního úvěru nesmí být větší, než dvojnásobek zástavní hodnoty zastavené nemovité věci-klíčové je tedy stanovení zástavní hodnoty. Tu stanovuje sama banka podle vnitřních pravidel, ale nesmí převyšovat jejich obvyklou hodnotu ve smyslu zákona č. 151/1997 Sb. (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 119-120).

1.5.4. 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, které jejich emitent vydá podle zvláštního právního předpisu. Toto právo může být uplatněno namísto práva na splacení dluhopisu“ (ZDluh, § 33). Pokud se vlastník vyměnitelného dluhopisu rozhodne tento dluhopis vyměnit za jednu či více akcií, ztratí tím právo na splacení dluhopisu. Vlastníkovi se tedy nevyplatí realizovat své výměnné právo dříve než tržní hodnota *podkladového aktiva*¹¹, které lze získat, bude převyšovat hodnotu vyměnitelného dluhopisu (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 122).

S *prioritními dluhopisy* jsou spojena práva na splacení a vyplacení výnosu, navíc držitelé přinášejí právo na přednostní upisování akcií od emitenta (nabýt akcie už při jejich vydání, přímo od společnosti), které vydá podle zvláštního právního předpisu (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 122). Tudíž emitentem obou těchto druhů dluhopisů musí být akciová společnost.

„Výměnné právo se uplatňuje doručením žádosti oprávněné osoby společnosti o výměnu dluhopisů za akcie s tím, že doručení této žádosti nahrazuje upsání a splacení akcie (...) Předností právo se uplatňuje upsáním akcií společnosti“ (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 124).

¹⁰Evropský hospodářský prostor byl vytvořen v roce 1994 s cílem rozšířit ustanovení EU o vnitřním trhu na Evropské sdružení volného obchodu. Do tohoto prostoru spadají všechny státy, které jsou členy Evropské unie a Norsko, Island, Lichtenštejnsko. Švýcarsko členství odmítlo v referendu roku 1992 (Bartczak a Garcés de los Fayos, 2018).

¹¹ V tomto případě akcie.

1.5.5. Podřízené dluhopisy

Podřízený dluhopis je typ dluhopisu, který v je v případě vstupu emitenta do likvidace; vydání rozhodnutí o úpadku emitenta, nebo je-li emitentem zahraniční osoba, též jiného obdobného opatření uspokojován (vyplácen) až po uspokojení všech ostatních pohledávek, s výjimkou pohledávek, které jsou vázány stejnou nebo obdobnou podmínkou podřízenosti. Uvedené vlastnosti podřízenosti musí být uvedeny v emisních podmínkách a vyznačeny na listinném dluhopisu nebo v příslušné evidenci. Toto sdělení nesmí chybět také ve všech propagačních sděleních týkajících se podřízeného dluhopisu. V případě stejné či obdobné podmínky podřízenosti jsou pohledávky z tohoto dluhopisu uspokojovány dle data vydání od nejstarších po nejmladší. „Tyto dluhopisy činí z podřízeného dluhopisu rizikovější formu alokace volných peněžních prostředků, která je ale zpravidla kompenzována vyšším výnosem“ (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 124). To potvrzuje i Komise pro cenné papíry (1998): „Tento druh cenného papíru bývá obvykle charakterizován jako rizikový. Je s ním spojen větší výnos, ale postavení majitele dluhopisu je určitým způsobem oslabeno vůči majiteli běžného dluhopisu.“

1.5.6. Sběrný dluhopis

Sběrný dluhopis představuje souhrn všech jednotlivých dluhopisů dané emise. Je vydáván v listinné podobě a supluje vydávání jednotlivých dluhopisů. Tento typ dluhopisu je vydán okamžikem, kdy je plně upsána emise dluhopisů. Jedná se tedy pouze o jeden dluhopis, ne o emisi více kusů. Je uložen u oprávněné osoby, která také zároveň vede evidenci vlastníků podílů na sběrném dluhopisu. Tato evidence nahrazuje roli seznamu vlastníků sběrného dluhopisu. Každý vlastník má veškerá práva spojená s držením svého podílu v podobě upsaných dluhopisů (Chalupa a Rieterman, 2014, s. 124-125).

„Jednotlivé spoluvlastnické podíly jsou volně převoditelné. Fikce existence jednotlivých dluhopisů však nachází odraz i v rozsahu, v jakém je majitel podílu na sběrném dluhopisu oprávněn s tímto podílem disponovat. Jednotlivý dluhopis tak představuje nejmenší možnou nedělitelnou jednotku podílu na sběrném dluhopisu. Platí, že samostatně disponovat lze pouze s podílem, resp. jeho částmi představující celý násobek výše podílu připadajícího na jeden jednotlivý dluhopis. Podíl představující 5 jednotlivých dluhopisů tak např. nemůžeme převodem rozdělit na polovinu (vzniklé podíly by představovali 2,5 jednotlivého dluhopisu) ani na šest stejných dílů (vzniklé

podíly by představovaly méně než jeden jednotlivý dluhopis). Na druhou stranu nic nebrání tomu, aby takový podíl, který je samostatným předmětem práv, byl ve spoluvlastnictví několika osob“ (Kotásek a spol., 2014, s. 106)

2. Dluhopisy v České republice po novele zákona č. 172/2012 Sb.

Podle MFČR (MFČR, 2018a) zažívají nabídky dluhopisů určené drobným investorům boom. Na trhu se vykytuje čím dál více nabídek dluhopisů určených této skupině investorů. Jedním z důvodů, proč k tomuto boomu došlo, byla novela ZDluh č. 172/2012 Sb., která nabyla účinnosti v srpnu 2012. Cílem této kapitoly tedy je nastínit stav v České republice, který nastal především díky novele zákona. Tato kapitola se zabývá zmíněnou novelou zákona, změnami, které přinesla do ZDluh a dopady, které tato novela měla na český trh.

2.1. Novela zákona č. 172/2012 Sb.

Hlavní změnou, kterou tato novela zákona přinesla, bylo odstranění povinnosti schvalování emisních podmínek orgánem veřejné moci, tedy ČNB. Dále novela zákona zrušila výčet oprávněných osob, které mohou vydávat dluhopisy, a tím umožnila výdej dluhopisů i fyzickým osobám (Bujňáková, 2011), o to však dle názoru Vlastimila Pihery z kanceláře Kocián Šolc Balaščík (Zavadilová, 2012) nebudou mít fyzické osoby významný zájem, jelikož to ani v zahraničí není obvyklé. Jak uvádí MFČR (2012) na svých stránkách: „*V zákoně o dluhopisech se odstraňují ze současné právní úpravy četné administrativní požadavky a přináší se žádoucí legislativní zpřesnění. Nejpodstatnější změnou je odstranění povinnosti emitenta nechat si před vydáním dluhopisů schválit emisní podmínky.*“ Poslední významnou změnou, kterou novela zákona implementovala do zákona, je možnost schůze vlastníků na dálku, nově umístěna pod § 24a.

2.2. Emisní podmínky po novele zákona

Zrušení povinnosti nechat si schválit emisní podmínky otevřela „brány“ těm emitentům, pro které byla procedura nechávat si schválit emisní podmínky neakceptovatelná. „*Procedura nechávat si schvalovat emisní podmínky nebyla úplně jednoduchá, byť to byl formální proces. ČNB měla k emisním podmínkám výhrady a schvalovací proces trval řádově 2-3 měsíce*“ (Schejbal, 2018).

Emisní podmínky jsou stále podle ZDluh § 3 nezbytné pro vydání dluhopisů. Emitent je musí ze zákona zpřístupnit investorům na nosiči informací, který investorům umožňuje reprodukci emisních podmínek v nezměněné podobě a uchování emisních

podmínek tak, aby mohly být využívány alespoň do data splatnosti těchto dluhopisů. Změna, kterou novela zákona přinesla je tedy významná především v urychlení vydávání dluhopisů bez prospektu. Subjekt, který se rozhodne emitovat vlastní dluhopisy bez prospektu, vyhotoví pouze emisní podmínky, které zpřístupní investorům na nosiči informací. (Více o jednoduché emisi dluhopisů v kapitole 4.3)

Co se týče přehledu o emisních podmínkách, aktuálně neexistuje žádný dohled nad emisemi, u kterých se vyhotovují pouze emisní podmínky, jelikož novelou zákona se zároveň zrušil dohled ČNB nad dluhopisy, které mají vyhotovené pouze emisní podmínky bez prospektu. Za hlavní přínos tohoto rozhodnutí, je považováno odstranění administrativní a finanční zátěže jak emitentů, tak i ČNB. ČNB se bude moci podle slov Bujňákové (2011, s. 29) lépe koncentrovat na plnění úloh jako je vykonávání dohledu nad finančním trhem (např. dohled v oblasti prospektu). *„Odstranění administrativní zátěže odráží zrušení schvalování emisních podmínek Českou národní bankou. Obdobná právní úprava je i v jiných státech (USA, Francie, Německo, Japonsko, Lucembursko, Velká Británie a jiné), ve kterých není obvyklé, aby orgán veřejné moci schvaloval emisní podmínky“* (Bujňáková, 2011, s. 21-22). Avšak MFČR (2018a, s. 13) samo upozorňuje, zda by nebylo dobré hlásit ČNB pro účely statistiky emise dluhopisů. Tento krok by případně mohl být doplněn i povinným zasláním emisních podmínek k evidenci. To je pochopitelné vzhledem k tomu, že od roku 2012 není přesná představa o tom, kolik se vůbec na trhu vyskytuje emisí dluhopisů, pokud jsou vydané v režimu, ve kterých není nutné mít vyhotovený prospekt.

2.3. Emitent dluhopisů po novele zákona

Emitentem dluhopisů v České republice může být po novele zákona už i fyzická osoba, což před novelou možné nebylo. Odborníci však možnost výdeje dluhopisů ze stran fyzických osob nepředpokládají. *„V zahraničí též není obvyklé, aby fyzické osoby emitovaly dluhopisy. Určitou výjimkou mohou být různé formy sdružení bez právní subjektivity, nicméně i to je rarita,“* uvedl advokát Vlastimil Pihera z kanceláře Kocián Šolc Balaščík (Zavadilová, 2012). Praxe ukázala, že jsou fyzické osoby, které této možnosti využívají (viz kapitola 3.2). Zajímavostí je, že při schvalování části novely ohledně osob oprávněných k vydávání dluhopisů se volilo ze tří variant. První varianta neměla přinést žádné změny, druhá varianta navrhovala rozšířit okruh oprávněných vydávát dluhopisy na pouze na fyzické osoby – podnikatele. Třetí varianta a varianta, která byla vybrána a

schválena, navrhovala rozšířit okruh tak, aby to mohla být jakákoliv osoba. Vydat dluhopisy tedy může subjekt, který nejpozději k datu emise dluhopisů zpřístupní investorům emisní podmínky (Bujňáková, 2011, s. 23).

„Nemyslím si, že je moc chytré, aby fyzická osoba vydávala své dluhopisy. Nevýhodou je, že ručí celým svým majetkem. Všem doporučuji: „pokud chcete podnikat, založte si s.r.o.“ uvádí JUDr. Schejbal (2018). Pokud pohlédneme na rizika spojená se ztrátou majetku, tak je za účelem podnikání pro fyzickou osobu vhodnější, založit s.r.o. a následně vydat dluhopisy, než riskovat, že v případě neúspěchu, ztratí svůj osobní majetek. Jsou však fyzické osoby, které podnikají již řadu let na své jméno, a tudíž si ani statut právnické osoby zakládat nechtějí. Pokud by se však fyzická osoba rozhodla vydat dluhopisy například za účelem splacení dluhů, nebo osobní potřeby s vírou, že je bude schopná splatit a bude to pro ni výhodnější než jiný způsob získání finančních zdrojů, tak již záleží pouze na její šikovnosti, zda bude schopná sehnat investory. V prvním kroku je dobré na místě fyzických osob zjistit, zda není výhodnější získat peníze od banky, případně využít jiné instituce, či emitace jiného druhu cenného papíru.

2.4. Schůze vlastníků po novele zákona

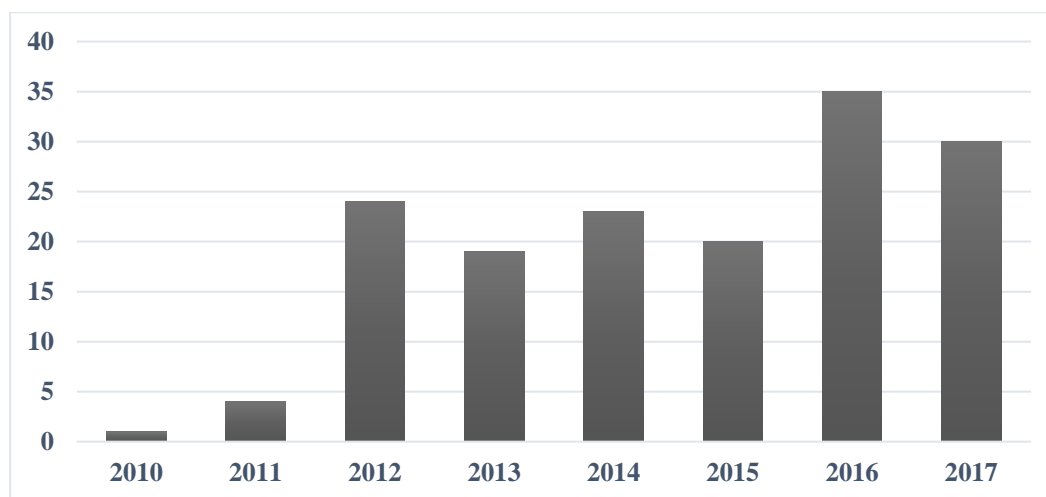
Novela zákona č. 172/2012 Sb. implementovala do stávajícího zákona § 24a, který umožňuje účast na schůzi vlastníků s využitím prostředků komunikace na dálku. Tato změna ulehčila organizaci schůze vlastníků, která je ze zákona nutná, pokud se mají provádět změny v emisních podmínkách. Podle ZDluh je obecně potřeba účast vlastníků v počtu minimálně takovém, aby součet vlastněných dluhopisů přítomných vlastníků tvořil minimální 30 % z celkové jmenovité hodnoty nesplacené části dané emise. Novela povolila účast na této schůzi *„s využitím elektronických prostředků, umožňujících například přímý dálkový přenos schůze vlastníků obrazem a zvukem nebo přímou dvousměrnou komunikaci mezi schůzí vlastníků a oprávněnou osobou“* (§ 24a (1)). Tato změna byla schválena z důvodu snížení organizačních a technických nákladů schůze vlastníků. *„Dalším aspektem navrhované úpravy je progresivní reakce na rozvoj moderní komunikační doby, která umožňuje svolavatelovi schůze vlastníků vybrat si způsob, který je pro něj ekonomicky nejvýhodnější a zároveň reflektuje potřeby svolavatele“* (Bujňáková, 2011, s. 26).

2.5. Prospekt dluhopisů po novele zákona

U nabídek dluhopisů v České republice, u kterých je ze zákona nutné vyhotovit prospekt, zůstala administrativní část stejná a tento prospekt je nutné předložit ČNB, aby ho schválila, případně zamítla. Dokud není prospekt schválen od ČNB, není možné dluhopisy, jakkoliv propagovat, ani nabízet. Sestavení prospektu je práce na 1 až 2 měsíce (Schejbal, 2018). To se však odvíjí podle složitosti prospektu a proces může trvat i déle¹². „*Prospekt je schvalován ve správním řízení, na základě písemné žádosti podané elektronicky. ČNB má dle zákona na schválení (neschválení) prospektu 20 pracovních dnů. V případě, kdy prospekt podaný ke schválení má nedostatky, je navrhovatel vyzván k jejich odstranění a ČNB řízení přeruší. Po dobu přerušování, resp. do doby řádného doplnění prospektu neběží správní lhůta k vyřízení žádosti. Schvalování prospektu, pokud není kvalifikovaně připraven, může trvat i několik měsíců*“ (Schejbal, 2017e).

Na rozdíl od emisních podmínek, je ČNB veden veřejný seznam schválených prospektů na svých webových stránkách:

https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/seznamy/registr_prospektu, kde je možné dohledat jednotlivé schválené prospekty k dluhopisům. Počty schválených dluhopisů za posledních 8 let jsou zachyceny na Obrázku 1.



Obrázek 1 - V grafu je zaznamenán počet všech schválených prospektů dluhopisů, základních prospektů dluhopisů, či základních prospektů HZL v letech 2010 – 2017. V roce 2010 byl schválen pouze jeden základní prospekt k HZL. Až od roku 2012 začal být o emisi dluhopisů s prospektem výraznější zájem než v předešlých letech.

(zdroj: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/seznamy/registr_prospektu)

¹² Osobně jsem se jako finanční zprostředkovatel setkal s firmou, která prospekt k emisi dluhopisů chystala déle jak tři měsíce.

Jakmile je prospekt schválen, emitent ho musí bez zbytečného odkladu uveřejnit alespoň na svých internetových stránkách, nebo na stránkách nabízejícího, který se stará o propagaci dluhopisů. Prospekt je takto platný po dobu 12 měsíců ode dne jeho schválení ČNB (Schejbal, 2017e). ZDluh v § 3 hovoří jasně: „*Emitent může vydat dluhopisy jen tehdy, pokud byly nejpozději k datu jejich emise investorům zpřístupněny emisní podmínky na nosiči informací, který investorům umožňuje reprodukci emisních podmínek v nezměněné podobě a uchování emisních podmínek tak, aby mohly být využívány alespoň do data splatnosti těchto dluhopisů.*“ V případě porušení zákona může být za tento přestupek podle Zákona o podnikání na kapitálovém trhu § 164 uložena pokuta až do výše 150 mil Kč. V praxi se toto již stalo, avšak pokuta byla mnohem nižší, než by ČNB mohla udělit. ČNB uložila za předčasné zveřejnění emise dluhopisů bez schváleného prospektu na třech veřejných místech (časopis, deník, webové stránky) pokutu ve výši 500 tis. Kč (ČNB, 2015, s. 1-2).

Každé propagační sdělení musí nést informaci, kde je možné prospekt nalézt a seznámit se s jeho obsahem. Výhodou emisí s prospektem je to, že mohou být kdekoliv veřejně propagovány a díky tomu má emitent větší pravděpodobnost, že tyto dluhopisy prodá (Schejbal, 2017e).

Limit upravující nutnost vyhotovit prospekt se řídí podle směrnice EU, kdy si každý členský stát může určit jeho výši sám v zákoně stanoveném rozmezí. „*Aktuální úprava prospektu je na úrovni EU obsažena zejména ve směrnici (EU) o prospektu, která je od března 2006 transponována v § 34 až 36m a v § 57 ZPKT a od července 2011 též v nařízení vlády č. 190/2011 Sb., kterým se stanoví limity některých částek v eurech, pokud jde o úpravu veřejné nabídky investičních cenných papírů, prospektu cenného papíru a informačních povinností emitenta některých investičních cenných papírů a dalších osob*“ (MFČR, 2018a, s. 4). Směrnice o prospektu zakazuje vyžadovat prospekt při nabídkách v celkové hodnotě protiplnění do 100 tis. EUR za 12 měsíců, tudíž je nejnižší možný limit využíváný v rámci EU 100 tis. EUR (viz Tabulka 3).

Tabulka 3 - Aktuálně aplikované limity pro emise dluhopisů v režimu veřejné podlimitní nabídky, které jsou aktuálně aplikovány ve členských státech EU (MFČR, 2018a, s. 4).

Limit	100 000 EUR	250 000 EUR	1 000 000 EUR	1 500 000 EUR	2 500 000 EUR	5 000 000 EUR
Členské státy	Belgie Bulharsko Francie Lotyšsko Maďarsko Německo Slovensko Slovinsko	Rakousko	Česká republika Rumunsko Dánsko	Lucembursko	Finsko Holandsko Polsko Švédsko	Chorvatsko Irsko Itálie Litva Malta Portugalsko Řecko Španělsko Velká Británie

Evropská unie vydala nové nařízení o prospektu, podle kterého bude možné navýšit hranici až na 8 mil EUR, a zároveň bude dolní hranice limitu zvýšena ze 100 tis. EUR na 1 mil. EUR. Nutnost adaptace na toto nařízení je potřeba provést do 19. července 2019. Z toho vyplývá, že Česká republika má možnost navýšit tuto hranici až na 8 mil. EUR, ale také může hranici ponechat ve stejné výši, zatímco jiné státy, mezi které patří do skupiny států využívající limit 100 tis. EUR, budou muset nejpozději do 19. července svůj limit navýšit minimálně na 1 mil. EUR. „Pokud Česká republika zachová hranici 1 mil. EUR, bude po 19. červenci 2019 patřit mezi státy s nejvíce protekcionistickým režimem. Na druhou stranu není v tuto chvíli známo, jak se k této diskreci jednotlivé členské státy postaví, lze ale očekávat, že státy, které již dnes aplikují výjimku na emise nad 1 mil. EUR, nebudou tuto hranici snižovat a spíše budou zvažovat její zvýšení. Proto je potřeba se odpovědně zabývat otázkou, zda stávající hranici pro tuto výjimku nezvýšit, např. na 2, 3, 5 nebo 8 mil. EUR.“ „Je zřejmé, že rozdíly mezi členskými státy neplynou z velikosti jejich ekonomik, ale spíše z toho, zda tyto státy přijímají liberální nebo protekcionistický přístup. Česká republika je z tohoto hlediska od roku 2011 někde uprostřed mezi oběma názorovými proudy.“ (MFČR, 2018a, s. 5).

2.6. Režimy výdeje dluhopisů po novele zákona

Díky implementaci změn do zákona, které přinesla novela zákona č. 172/2012 Sb., má emitent při rozhodnutí emitovat korporátní dluhopisy na výběr především ze tří základních režimů, jak uvádí JUDr. Schejbal (2017a). Jedná se o tyto tři režimy:

- Veřejná podlimitní nabídka,
- Neveřejná nabídka,
- Veřejná nabídka

2.6.1. Veřejná podlimitní nabídka

Veřejná podlimitní nabídka je specifická v tom, že objem emisí nesmí přesáhnout 1 mil. EUR (Jak bylo zmíněno v kapitole 2.5, tento limit si stanovuje každý stát v EU sám). Této nabídce využívají zejména menší společnosti. Podle názoru JUDr. Schejbal, je těchto nabídek emitováno stovky ročně, tudíž se s ní v praxi můžeme setkat nejčastěji. Tento jev je především způsoben tím, že takto emitované dluhopisy lze propagovat na vlastních webových stránkách, či na různých inzertních portálech (Schejbal, 2017a). Více k inzertním portálům v kapitole 3.

Co se týče objemu emise, která nesmí přesáhnout 1 mil. EUR, je dobré myslet na kurz EUR/CZK. „*Pro zjištění odpovídající částky v cizí měně se použije kurz devizového trhu vyhlášený ČNB, který je pravidelně uveřejňován na jejich webových stránkách www.cnb.cz*“ (Schejbal, 2017a). Například ke dni 6. 2. 2018 byl aktuální kurz 25,23 korun za euro, ten je však aktualizován v pracovní dny po 14:30. Problém může nastat, pokud by například emitent vydal k 6. 2. 2018 jako veřejnou podlimitní nabídku dluhopisy o objemu 25 230 000 korun, jelikož kurz EUR/CZK se v čase může měnit a podmínka nepřesáhnutí limitu 1. mil EUR musí být splněna po celou dobu nabídky dluhopisů. Ve chvíli, kdy by kurz EUR/CZK klesl pod 25,23, emise by se kvalifikovala jako *veřejná nabídka dluhopisů* (více v kapitole 2.6.3). V tu chvíli by emitent musel doložit prospekt, který by musela následně schválit ČNB. Je proto dobré myslet na to, že česká koruna může posilovat a celý objem emitovaných dluhopisů dobře nastavit, aby se zabránilo dodělávání prospektu a tím nejen zdržení celé emitace dluhopisů, ale také zvýšení nákladů na celou emisi. Například ekonom Marek Dřimal z Komerční banky (2018) píše, že by česká koruna měla v roce 2018 posílit až na 24,50 za euro. Je tedy doporučeno držet se horní hranice celé emise v maximální hodnotě 24 mil. Kč (Schejbal,

2017b). Tato hranice se však s časem mění, a proto je dobré sledovat aktuální kurz a vyhlídky na jeho změnu do budoucna.

Důležité je myslet na to, že pokud by emitent v rozmezí jednoho roku emitoval více dluhopisů, jejichž souhrn by dohromady po upsání přesáhl limit 1. mil EUR, tak by se nabídka počítala také jako veřejná, tudíž by byla potřeba vytvoření a schválení prospektu (viz precedenční rozhodnutí zmíněné v následující podkapitole).

2.6.2. Neveřejná nabídka

Druhou nejčastější variantou jsou privátní emise neveřejných dluhopisů. Tyto dluhopisy vydávají zejména firmy střední velikosti, pro které je omezení limitu 1 mil EUR omezující. Základním kritériem této varianty je takové, že emitované dluhopisy mohou být nabídnuty pouze 149 investorům. Je třeba si dát velký pozor na toto omezení. Pokud emitent osloví 150 a více investorů s nabídkou své emise, v tu chvíli se stává nabídka veřejnou z důvodu porušení omezení oslovit maximálně 149 potenciálních investorů, a je nezbytné pro emisi vypracovat a nechat si od ČNB schválit prospekt (více v kapitole 2.6.3). Na jednu stranu je zde omezení počtu oslovených investorů, avšak na druhou stranu již není žádné omezení ohledně objemu emise, tudíž může emitent vydat dluhopisy v jakémkoliv objemu. „Často se touto formou financují poskytovatelé úvěrů, jelikož ti mají dle § 2 zákona o bankách zakázáno získávat finanční prostředky od veřejnosti a tyto dále půjčovat (zákaz suplování činnosti banky). Řešením pro ně je právě neveřejná emise a její umístění mezi privátní investory“ (Schejbal, 2017a).

V praxi není skoro možné u neveřejné nabídky dluhopisů hlídat dodržování oslovených 149 investorů. Jelikož emitent oslovuje investory osobně, nebo například pomocí emailu, často počet oslovených investorů překračuje. Ze zákona emitent musí vést evidovaný počet zájemců, kterým byla poskytnuta úplná nabídka. V praxi to však může znamenat, že emitent pošle hromadný email 100 potenciálním investorům a ten stejný email odešle dalším 149 investorům. Osloví tudíž více než 149 investorů. Pokud dluhopisy prodá například pouze 100 investorům, může uvést do evidence oslovených pouze těchto 100. Pokud si ČNB vyžádá tuto evidenci, bude pro ni skoro nemožné zjistit, zdali neoslovil nějaké další investory osobně, či přes jiný komunikační kanál. V praxi je tento požadavek často obcházen a emitent oslovuje více investorů, než stanovuje zákon

pro neveřejnou nabídku. Pokud však na jakékoli obcházení zákona přijde ČNB, emitent je potrestán (Schejbal, 2018).

Příkladem porušení zákona o neveřejné nabídce emise může být například precedentní rozhodnutí, které vydala ČNB (2017b) dne 26. ledna 2017 pod sp.zn. Sp/2016/155/573. Společnosti byla uložena pokuta ve výši 600 tis. Kč za to, že oslovila celkem 253 osob s nabídkou úpisu svých dluhopisů, „*tedy učinila veřejnou nabídku ve smyslu ustanovení § 34 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu v rozporu s povinností stanovenou v ustanovení § 35 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, neboť veřejně nabízela cenné papíry bez toho, aby nejpozději na počátku veřejné nabídky uveřejnila prospekt cenného papíru schválený v souladu s ustanovením § 36c zákona o podnikání na kapitálovém trhu Českou národní bankou, případně orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie za splnění podmínek stanovených v ustanovení § 36f zákona o podnikání na kapitálovém trhu, správního deliktu podle ustanovení § 164 odst. 1 písm. f) zákona o podnikání na kapitálovém trhu.*“ Společnost porušila základní podmínku pro neveřejnou nabídku, kterou je neoslovit více než 149 investorů. Tato společnost oslovila více investorů během emise tří várek dluhopisů vydávaných těsně po sobě, přičemž u žádné z daných emisí nebyl schválen prospekt, proto ČNB tento čin potrestala jako správní delikt (Schejbal, 2017c).

Dalším příkladem z praxe, kdy je porušován režim neveřejné nabídky je (rozsudek Nejvyššího správního soudu ze dne 10. ledna 2007, sp. Zn. 2 Afs 55/2006, uveřejněn pod č. 1161/2007 Sbírky rozhodnutí Nejvyššího správního soudu), když společnost nabízela cenné papíry na internetových stránkách s neúplnými údaji, přičemž odkazovala na stránky jiné společnosti s tvrzením, že se nejedná o veřejnou nabídku. Polišínská, Hrabalová a Perejdová (2016, s. 86) komentují toto jednání ve své knize: „*Veřejnou nabídkou cenných papírů se (...) rozumí jakékoli sdělení, oznámení či jiný text nebo jakékoli jednání, kterým se kdokoli obrací jakýmkoli způsobem propagace nebo prostřednictvím třetích osob na širší okruh osob za účelem sdělení podmínek nabytí nabízených cenných papírů a vyvolání jejich zájmu o nabytí cenných papírů uvedených v nabídce.*“

2.6.3. Veřejná nabídka

Nejméně využívanou variantou v České republice jsou dluhopisy s veřejnou nabídkou. Toto je způsobeno složitostí správního řízení o schválení prospektu ČNB, který je nezbytný pro emisi dluhopisů. Dále velkou roli hrají právní a auditorské náklady. „ČNB je při schvalování prospektu relativně rigidní a schvalovací proces může trvat i několik měsíců. To je významný rozdíl oproti schvalování prospektů v zemích s rozvinutou finanční infrastrukturou, kde tato lhůta zpravidla nepřesáhne 1 měsíc“ (Schejbal, 2017a). I přesto bylo v roce 2017 schváleno 31 prospektů k dluhopisům a v roce 2016 dokonce rekordních 36 prospektů (viz Obrázek 1 na str. 22).

Tohoto režimu výdeje dluhopisů využívají především velké firmy. Mezi schválenými prospekty v roce 2017 se dají nalézt například prospekty dluhopisů od společností jako Teplárna Otrokovice a.s. (schválení prospektu 14. 12. 2017), ZOOT a.s. (schválení prospektu 22. 6. 2017), nebo například Pražská plynárenská, a.s. (schválení prospektu 9. 6. 2017).

JUDr. Schejbal (2017a) se zmiňuje, že nárůst zájmu o dluhopisy s prospektem, lze očekávat od počátku roku 2018, z důvodu vejít v platnost novely zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 204/2017 Sb., kvůli které jsou investiční zprostředkovatelé omezeni v distribuci dluhopisů bez prospektu.

2.6.4. Srovnání základních režimů

Pro lepší přehlednost a orientaci ve zmíněných režimech výdeje dluhopisů rozebraných v předešlých podkapitolách jsou v Tabulce 4 zaznamenány nejvýznamnější rozdíly v jednotlivých režimech.

Tabulka 4 - Porovnání nejdůležitějších parametrů základních režimů používaných při výdeji dluhopisů.

	Veřejná podlimitní nabídka	Neveřejná nabídka	Veřejná nabídka
Nominální hodnota emisí během jednoho roku	maximálně 1 mil. EUR	neomezená	neomezená
limit pro počet oslovených investorů	neomezen	maximálně 149	neomezen
nutnost zpřístupnit emisní podmínky	nejpozději k datu emise dluhopisů	nejpozději k datu emise dluhopisů	nejpozději k datu emise dluhopisů
nutnost vyhotovit prospekt	NE	NE	ANO

3. Aktuální situace s dluhopisy na českém trhu

Cílem třetí kapitoly je nastínit situaci s dluhopisy po novele zákona č. 172/2012 Sb. Dále v této kapitole představím část, ve které jsem zanalyzoval vybrané servery (inzerční portály), které fungují jako veřejné dluhopisové tržiště. Nastíním rozdíl mezi jednotlivými servery a popíši analýzu, kterou jsem na vybraných serverech provedl.

3.1. Situace s dluhopisy po novele zákona č. 172/2012 Sb.

Co se týče počtu vydávaných dluhopisů, či dluhopisů vyskytujících se na českém trhu po novele zákona č. 172/2012 Sb., není možné určit přesný celkový počet všech emitovaných dluhopisů na území ČR. Existují určité odhady, které však nikdy nebudou reflektovat kompletně celou situaci. Toto je způsobeno zrušením dohledu ČNB nad trhem dluhopisů, které nemají vyhotovený a schválený prospekt. Jedná se tedy o dluhopisy, které jsou vydávány v režimech veřejné podlimitní nabídky, neveřejné nabídky či dalších režimů, u kterých podle ZPKT § 35 není povinnost prospekt vyhotovit. Mezi tyto režimy spadá například nabídka dluhopisů určená výhradně kvalifikovaným investorům, jež jsou definováni v § 272 Zákona o investičních společnostech a investičních fondech č. 240/2013 Sb. Je velice složité reflektovat celou situaci, ale v následujících odstavcích se alespoň pokusím nastínit situaci a vývoj s dluhopisy po novele.

Vzhledem ke zmínce v předešlých kapitolách, že dluhopisů existuje spousta druhů, zvolil jsem proto kritéria, díky kterým je možné reflektovat situaci s dluhopisy na českém trhu. Tyto kritéria jsem vyhodnotil závěry. Prvním kritériem u dluhopisů, které jsem zvolil, je schválený prospekt dluhopisu. Druhým kritériem jsou informace týkající se počtu vydaných emisí dluhopisů v zaknihované podobě, které jsou veřejně dostupné z ročenek Centrálního depozitáře cenných papírů (dále jen CDCP). Pokud spojíme první a druhé kritérium dluhopisů, pokryjeme dostatek dluhopisů vydávaných v České republice, avšak stále zůstává oblast, která je nezmapovaná a tou je oblast dluhopisů, které jsou vydávány v listinné podobě a nemají vyhotovený prospekt.

Prvním kritériem, které se dá sledovat je počet schválených prospektů k dluhopisům. Jak bylo na Obrázku 1 (str. 22) vidět, zájem o dluhopisy i s prospektem, kterých se novela zákona č. 172/2012 Sb. nijak významně nedotkla, po novele vzrostl. Zatímco v roce 2010 byl schválen pouze jeden prospekt k dluhopisům ze strany ČNB,

v roce 2016 to již bylo 35 prospektů. Zájem o tento druh dluhopisů, tedy o dluhopisy vydávané v režimu veřejné nabídky, po novele zákona vzrostl, avšak od roku 2012 již nebyl zaznamenán tak výrazný nárůst, jako po novele zákona.

Druhým kritériem, podle kterého se dá reflektovat situace s dluhopisy, je počet zaknihovaných cenných papírů. Jelikož si emitent při emisi volí, zda bude cenný papír vydán v listinné či zaknihované podobě, je možné se podívat na statistiky CDCP v České republice. Jednoznačným přelomem byl rok 2012, kdy v České republice bylo dohromady emitováno 609 emisí s dluhopisy v zaknihované podobě, zatímco ještě v roce 2011 bylo těchto emisí pouze 52 (CDCP, 2013, s. 44). Tento jev se dá vysvětlit především tím, že v tomto období byly vydávány tzv. „korunové dluhopisy“¹³, jelikož v dalších letech již počet vydaných zaknihovaných dluhopisů nebyl nikdy překonán. Zároveň však podle ročenek od CDCP zatím nikdy nebyl v žádném roce po novele zákona č. 172/2012 Sb. celkový počet nově emitovaných dluhopisů v zaknihované podobě (v Kč) nižší, než v jakémkoliv roce z období 2008 - 2011 před novelou zákona č. 172/2012 Sb. K tomuto tématu se vyjadřuje i JUDr. Schejbal (2018): *„Dluhopisový boom, který dneska prožíváme reálně nastal až po novele zákona v roce 2012. Bylo to mimo jiné tím, že v zákoně č. 235/2004 Sb. o daních z přidané hodnoty byla „mezera“ a tzv. „korunové dluhopisy“ se začali vydávat ve velkém. To byl vlastně první náznak nějakého boomu. To skončilo s novelou zákona č. 502/2012 Sb. a od roku 2013 nešli tyto dluhopisy vydávat. Tím skončila jedna vlna dluhopisů, a dá se říct, že od roků 2014, 2015 začali emitenti sami zjišťovat, že existují dluhopisy.“*

„Myslím, že před novelou zákona v roce 2012 se v ČR schvalovalo jen několik desítek emisí dluhopisů, myslím, že řádově do stovky, je to však pouze můj odhad, není ničím podložený“ říká JUDr. Schejbal (2018). Jak už bylo zmíněno, trh s dluhopisy, které mají vyhotovené pouze emisní podmínky, je neregulovaný a neexistuje žádná evidence těchto dluhopisů, pokud nejsou vydány v zaknihované podobě, tudíž k tématu ohledně dluhopisů v listinné podobě v kombinaci emise bez prospektu nelze vycházet z žádných oficiálních statistik, avšak lze alespoň odhadovat celou situaci a k tomu bude sloužit následující část.

¹³ Jedná se o dluhopisy jejichž nominální hodnota činí 1 Kč. U tohoto typu dluhopisu se využívalo pravidlo zákona, při kterém se daň za tento typ dluhopisů zaokrouhlovala směrem dolů (tj. daňová povinnost byla 0 Kč) (Rozkošný, 2017).

Rostoucí trend korporátních dluhopisů potvrzuje i 21 českých společností, které podle dat agentury Bloomberg emitovali v roce 2017 korporátních dluhopisů o objemu zhruba 123 miliard korun (Horáček, 2017). O rok dříve podle dat Bloombergu byly emitovány emise o celkovém objemu 41 miliard korun, což je třetina celkového objemu jako v roce 2017. Aleš Prandsteter, šéf analýz ČSOB Asset Management, na konci roku 2017 odhaduje, že v současnosti vydává dluhopisy „každá firmička“ a že v roce 2017 to bude nejvíce v historii (Gallistl, 2017). „*Ze získaných peněz společnosti refinancují své dluhy nebo z nich platí rozšiřování svého byznysu*“ (Horáček, 2017). Horáček (2017) uvádí, že jednou z příčin dluhopisového boomu, kterou Bloomberg zmiňuje, je poptávka investorů, kteří mají přebytek financí a chtějí je někam umístit.

3.2. Analýza dluhopisů bez prospektu

Trh s dluhopisy, které nemají vyhotovený prospekt, a zároveň jsou v listinné podobě, nejsou již od novely zákona č. 172/2012 Sb. pod dohledem ČNB. K těmto dluhopisům neexistuje žádná oficiální statistika, jelikož emitenti nemají žádnou ohlašovací povinnost. Na základě tohoto faktu jsem se rozhodl, že chci tuto oblast předem určeným způsobem zanalyzovat. V praxi se lze nejčastěji setkat s dluhopisy vydávanými v režimu veřejné podlimitní nabídky (Schejbal, 2017a), které může podle ZDluh § 1 vydat kdokoliv, musel jsem zvolit vhodný způsob, jak tyto dluhopisy zanalyzovat. Na českém internetu je možné narazit na spoustu nabídek dluhopisů, které emitenti umísťují na svých webových stránkách. Avšak vzhledem k tomu, že emitenti nemusí na svých webových stránkách umístit tyto nabídky, výsledek by nerefletoval stav emisí dluhopisů tohoto typu v České republice, jsem tuto variantu zavrhl. Při zkoumání problému, kterým se zabývám v této práci, jsem na internetu narazil na webové portály, na kterých mohou emitenti inzerovat své emise dluhopisů. Rozhodl sem se tedy pro analýzu těchto stránek, jelikož je možné zanalyzovat potřebná data i z emisí dluhopisů, které již investoři nakoupili.

Při hledání serverů, které slouží k propagaci dluhopisů, jsem narazil na dvě webové stránky, které tyto služby poskytují. První z nich je web dluhopisy.cz, druhou je web ceskedluhopisy.cz. Oslovil jsem také JUDr. Schejbala, zdali neví i o dalších serverech. Ten mě informoval, že tyto dva jsou jediné dva v českém prostředí, které reálně poskytují služby inzertních míst, ale že jsou také další a tím je fundlift.cz a topdluhopisy.cz, ty se však od zmíněných dvou výrazně liší, jelikož jsou provozovány

obchodníky s cennými papíry, kteří se podílí na přípravě emisí jednotlivých emisí dluhopisů, nebo u nich dělají administraci, tudíž nejsou nezávislým inzertním místem.

Server dluhopisy.cz na svých stránkách uvádí, že je prvním nezávislým a úzce specializovaným portálem, který se zabývá kompletní problematikou dluhopisů v České republice. Tento server vznikl v roce 2015, když firma Hypoteční kancelář s.r.o. rozšiřovala své služby. Od tohoto roku na něm bylo historicky inzerováno nejvíce emisí, což bylo od počátku do 31. března 2018 dohromady 64 emisí dluhopisů (viz Tabulka 5), a také v největším objemu 911 mil. Kč (viz Tabulka 5), co se do součtu nominálních hodnot emitovaných dluhopisů týče. Z tohoto důvodu jsem se tento server zanalyzoval detailně.

Server ceskedluhopisy.cz je stejně jako server dluhopisy.cz nezávislým inzertním místem, avšak tento server funguje necelý rok. Využití stránky ceskedluhopisy.cz jako dluhopisového tržiště předcházela na těchto stránkách inzerce emise dluhopisů pod názvem *Malý český průmysl* od firmy Český průmyslový holding a.s. 1. 8. 2017, která tuto stránku provozuje. Společnost prý následně začaly oslovovat další společnosti, které si přály pomoci s propagací svých emisí, stal se tedy tento web tržištěm dluhopisů, kde mohou inzerovat i jiné společnosti. Server je tedy vzhledem k období svého vzniku v počátcích. Na webových stránkách má společnost uvedeno: „*Český průmyslový holding a.s. – Upozorňujeme všechny uživatele, že webové stránky Ceskedluhopisy.cz jsou pouze a jen informačním, inzertním a administrativním prostorem, který zpřístupňuje informace o dluhopisech široké veřejnosti a umožňuje uživatelům propojení mezi emitenty dluhopisů a investory a pomáhá emitentům při správě jejich emisí. Provozovatel webových stránek Ceskedluhopisy.cz není účastníkem žádného smluvního vztahu mezi emitentem a investorem a nelze jej považovat za poskytovatele investičních služeb dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.*“ Tímto se jak tento web, tak i web dluhopis.cz odlišují od následujících dvou webových serverů.

Server fundlift.cz i topdluhopisy.cz provozují firmy, které se podílí na přípravě emisí jednotlivých dluhopisů, nebo u nich dělají administraci. Za serverem topdluhopisy.cz stojí společnost CYRRUS INVEST, která je skupinou obchodníků s cennými papíry. Za serverem fundlift.cz stojí spolupráce společností finanční skupiny Roklen a investiční skupiny Rockaway. Na stránkách topdluhopisy.cz uvádí o zakladateli tohoto dluhopisového tržiště Kamilovi Kricnerovi následující: „*Nápad založit*

dluhopisové tržiště topdluhopisy.cz dostal především na základě vzrůstající poptávky po tomto druhu investic a s ohledem na absenci otevřeného trhu podnikových dluhopisů v ČR.“ Co se týče velikosti serverů, ani jeden není zdaleka tak rozsáhlý jako dluhopisy.cz, tudíž jsem neprováděl analýzu. Také nejsou tak nezávislým místem, co se týče volnosti inzerce jako u serverů dluhopisy.cz, či ceskedluhopisy.cz. Server fundlift.cz je navíc server, kde nejsou všechny nabídky zajištěny pouze dluhopisy, ale jsou zajištěny také investičními certifikáty, či podíly ve společnostech. Server topdluhopisy.cz je serverům dluhopisy.cz a ceskedluhopisy.cz blíž svou nabídkou, avšak na počátku dubna 2018 je na stránkách inzerováno pouze 5 nabídek, což je nejméně ze zmíněných serverů. Více informací je možné získat na jednotlivých webových stránkách.

Pro tuto práci je stěžejní především analýza všech emisí dluhopisů, které kdy byly inzerovány na serveru dluhopisy.cz a vše je popsáno v následující kapitole.

3.3. Analýza serveru dluhopisy.cz

Server dluhopisy.cz funguje od roku 2015, přičemž firma provozující server, ještě před vznikem samotného inzertního portálu, pomohla s propagací minimálně jedné emise dluhopisů¹⁴ (Dluhopisy.cz). Až v roce 2015 byl vytvořen samotný server dluhopisy.cz, kde začaly být umístěovány inzerce na jednotlivé emise dluhopisů, které jsou investorům veřejně dostupné.

Do analýzy dluhopisů ze serveru dluhopisy.cz jsem zahrnul všechny emise dluhopisů, které na tomto serveru byly od jeho založení do konce března roku 2018 inzerovány. Cílem analýzy bylo především zjistit, jaké dluhopisy je možné na tomto serveru najít, jaké jsou celkové a průměrné hodnoty předem určených parametrů, a případně nalézt souvislosti, které mohou ovlivňovat výdej dluhopisů. Hlavním cílem pro mě bylo zjistit, v jaké podobě a režimu jsou dluhopisy vydávány, jelikož mou hypotézou bylo, že většina emisí v režimu veřejné podlimitní nabídky jsou vydávány v listinné podobě, tudíž jsou naprosto neregulované.

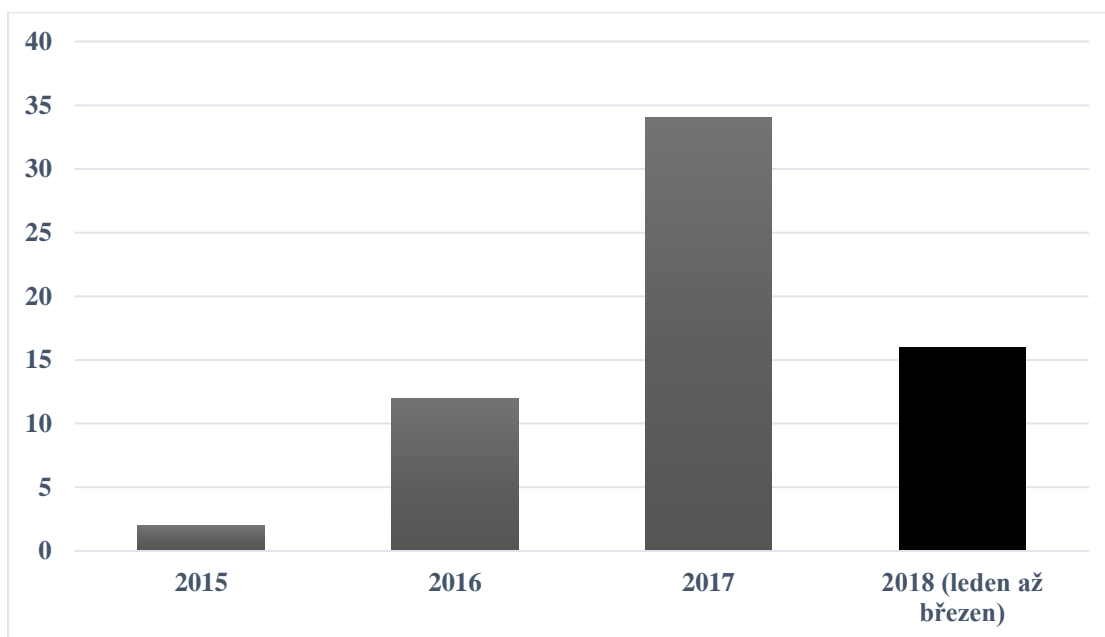
¹⁴ Dle zdroje (Dluhopisy.cz) touto emisí byli dluhopisy vydané v režimu neveřejné nabídky od firmy TERRA FELIX s.r.o., kdy byl dodržen limit maximálně 149 oslovených investorů a tato emise dluhopisů byla již investorům splacena.

Při analýze prováděné na serveru jsem se tedy u emitentů (pokud to bylo možné), kteří umístili svou emisi dluhopisů na serveru, zaměřil s využitím webových stránek justice.cz¹⁵ na:

- rok vzniku emitenta
- aktiva a roční obrát emitenta v roce předcházejícímu roku emise dluhopisů

Dále jsem se zaměřil na zjištění parametrů jednotlivých emisí, kterými jsou:

- nominální hodnota emise
- hodnota jednoho dluhopisu
- doba splatnosti emise od jejího vydání
- počet dluhopisů v emisi
- úrok dané emise
- měna v jaké je emise vydaná
- podoba dluhopisů (listinný či zaknihovaný cenný papír)
- režim výdeje
- stav dané emise



Obrázek 2 - Vývoj počtu emisí dluhopisů v letech 2015 – 2017 a prvních třech měsících roku 2018, které byly umístěny na server dluhopisy.cz od jeho založení do 31. března 2018 (příloha 1).

¹⁵ Tento server je provozován Ministerstvem spravedlnosti, kde jsou umístěny účetní uzávěrky a výkazy zisků a ztrát jednotlivých firem, které jsou zapsány v obchodním rejstříku a mají povinnost podle zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb., třetí části § 21 vyhotovit výroční zprávu obsahující účetní uzávěrku a výkaz zisku a ztrát. Tu následně předat rejstříkovému soudu spadajícímu pod Ministerstvo spravedlnosti, které jej zveřejní na svých stránkách, kterým je právě zmíněný web justice.cz.

Na obrázku 2 lze vidět vzrůstající počet inzerovaných emisí od roku 2015. V grafu jsou zaznamenány první tři měsíce roku 2018, kdy během těchto měsíců bylo na serveru umístěno celkem 16 emisí dluhopisů, což je 47 % z celkového počtu inzerovaných emisí v roce 2017. Pro porovnání v prvních třech měsících roku 2017, zde byly umístěny pouze 4 inzerce na emise dluhopisů, lze tedy předpokládat, že v roce 2018 zde bude inzerováno ještě více nabídek, než v roce 2017.

Tabulka 5 - Celkový počet všech emitentů a jejich rozdělení podle právní subjektivity, kteří inzerovali své emise dluhopisů na serveru dluhopisy.cz od jejího vzniku, až do 31. 3. 2018 (Příloha 1).

Celkový počet emitentů na serveru	53
Celkový počet s.r.o., které umístily své emise na serveru	40
Celkový počet a.s., které umístily své emise na serveru	6
Celkový počet fyzických osob, které umístily své emise na server	3
Celkový počet Evropských společností, které umístili své emise na serveru	2
Celkový počet Ltd., které inzerovali své emise na serveru	2
Celkový počet v.o.s., které umístily své emise na server	1
Celkový počet emisí od emitentů	64
Počet emitentů, kteří umístili více svých emisí dluhopisů na server	11

Prvním zjištěním (viz Tabulka 5) je, že na server umístily své emise kromě korporací, také fyzické osoby. Konkrétně to byly 3 fyzické osoby, které získané zdroje podle serveru využijí k podnikatelským účelům. Jedna fyzická osoba dokonce využila k inzerci svých emisí tento server dohromady třikrát (Příloha 1).

Ač tvoří společnosti s ručením omezením největší podíl emisí, čísla dokazují, že dluhopisy jako formu získávání finančních prostředků využívají také akciové společnosti, Evropské společnosti¹⁶, Ltd. (Limited)¹⁷, veřejné obchodní společnosti, nebo také již zmíněné fyzické osoby (Příloha 1).

Od založení využilo server dohromady 53 emitentů, z nichž 11 umístilo v čase více svých emisí, tudíž se bylo možné na serveru od jeho počátku, do konce března 2018 na serveru setkat dohromady s 64 emisemi (Příloha 1).

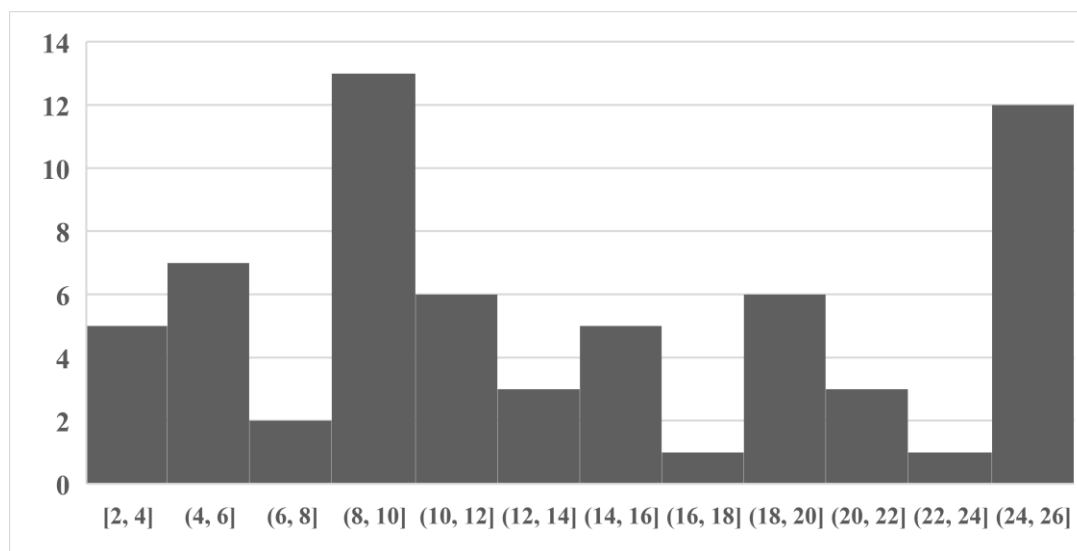
¹⁶ Evropská společnost je akciová společnost založená podle Evropského práva obchodních společností.

¹⁷ Společnost s ručením omezením, avšak založená ve Velké Británii, tudíž v jiném právním prostředí.

Tabulka 6 - Přehled statusů emisí dluhopisů inzerovaných na serveru dluhopisy.cz od jejího založení až do 31. 3. 2018. Tabulka obsahuje údaj o součtu objemů všech emisí, které byly kdy na serveru umístěny, průměrnou hodnotu jedné emise, a také průměrnou cenu 1 dluhopisu vypočtenou na základě analýzy všech 64 emisí, které byly v uvedeném časovém rozmezí inzerovány (Příloha 1).

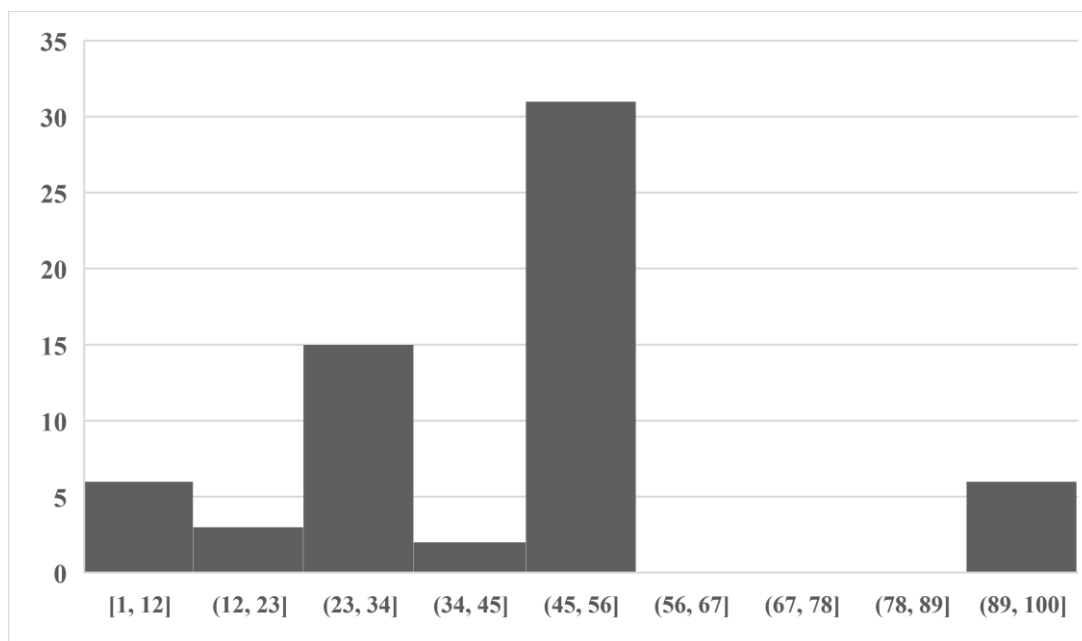
Celkový počet emisí, které je stále možné upsat investorům	21
Celkem upsaných emisí na serveru	31
Celkem uzavřených emisí na serveru	12
Celkový objem nominálních hodnot všech emisí dluhopisů	911 mil. Kč
Průměrná nominální hodnota emisí umístěných na server	14,23 mil. Kč
Průměrná cena za 1 dluhopis	46 344,- Kč

Ze všech historicky umístěných emisí na serveru (viz Tabulka 6) o celkovém objemu 911 mil. Kč, je průměrná hodnota jedné emise po zaokrouhlení 14,23 mil. Kč, přičemž medián ze všech emisí je 12 mil. Kč.



Obrázek 3 – Histogram zachycující počty emisí dluhopisů podle výše nominálních hodnot celé emise (v mil. Kč) inzerovaných na serveru dluhopisy.cz (Příloha 1).

Nejčastěji nastavovanou nominální hodnotou u emisí umístěných na serveru (viz Obrázek 3) je částka v rozmezí větším než 8 mil. Kč až do výše 10 mil. Kč. Takto nastavená nominální hodnota byla dokonce u 13 emisí, přičemž 12 z nich mělo nominální hodnotu nastavenou přesně ve výši 10 mil. Kč (viz Příloha 1). Další nejčastěji využívanou nominální hodnotou je částka v rozmezí větším než 24 mil. Kč až 26 mil. Kč, kdy nominálních hodnot v tomto rozmezí bylo na serveru inzerováno 12 (viz Obrázek 3).



Obrázek 4 - Histogram zachycující rozdělení dle ceny za 1 dluhopis u emisí dluhopisů (v tis. Kč) inzerovaných na serveru dluhopisy.cz. Do histogramu nebyla zařazena jedna emise, která měla nastavenou cenu za 1 dluhopis ve výši 250 tis. Kč, tudíž je v histogramu zachyceno dohromady 63 emisí dluhopisů (Příloha 1).

Co se týče cen za 1 dluhopis u jednotlivých emisí (viz Obrázek 4), nejčastější cenou za 1 dluhopis u emisí umístěných na serveru dluhopisy.cz byla částka 50 tis. Kč. Tato částka byla nastavena dohromady u 30 emisí z 64 zanalyzovaných (viz Příloha 1). Mezi další často nastavované hodnoty za jeden dluhopis jsou částky 25 tis. Kč (celkem 14), ale také 100 tis. Kč (celkem 6).

Na serveru již bylo investorům upsáno celkem 31 emisí o celkové hodnotě 350 mil. Kč. Aktuálních 21 emisí, které jsou stále k 31. 3. 2018 v nabídce a lze do nich investovat, nabízí investorům k proinvestování 360 mil. Kč (avšak již může být spousta z nich z části zainvestováno). Ke zbylým 12 emisím, které byly uzavřeny¹⁸ před upsáním celé částky, nejsou dostupná data o tom, jaká část byla investorům upsána (Příloha 1).

Pro srovnání server ceskedluhopisy.cz aktuálně k začátku dubna 2018 inzeruje 7 emisí dluhopisů (viz Tabulka 7), z nichž je jedna stejná jako na serveru dluhopisy.cz (Příloha 3). Na tomto serveru byly historicky vyprodány pouze 2 emise z nichž jedna emise, byla zmíněná emise firmy Český průmyslový holding a.s., po které se firma

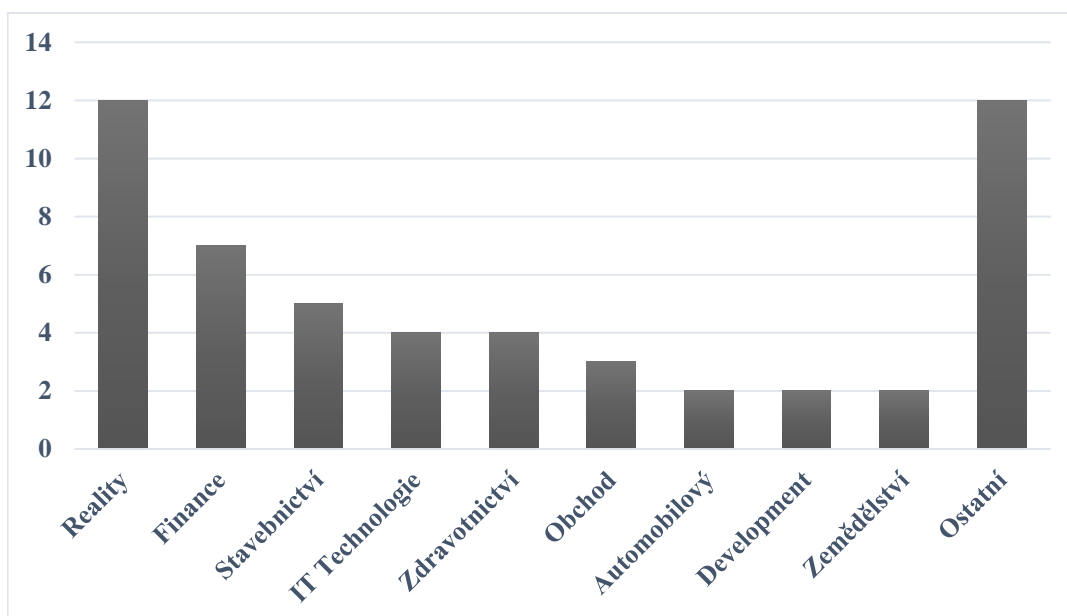
¹⁸ Uzavřít emisi může emitent, pokud si toto právo vyhradí v emisních podmínkách. Pokud tak emitent učiní, ponechá si pouze peníze získané do daného okamžiku ukončení, čehož v praxi emitenti také využívají.

rozhodla nabídnout možnost inzerovat na svých stránkách i dalším firmám. Na tomto serveru je průměrná nominální hodnota aktuálně nabízených dluhopisů cca. 18,1 mil. Kč, přičemž obecně jsou nominální hodnoty emisí inzerovaných dluhopisů na tomto serveru nastavené velmi blízko limitu (viz Příloha 3) pro režim veřejné podlimitní nabídky (5 ze 7 emisí má nominální hodnotu 25 mil. Kč), čímž se emitenti vystavují riziku porušení základních pravidel pro tento režim (viz kapitola 2.6.1).

Tabulka 7 - Základní přehled o serveru ceskedluhopisy.cz od jejího založení až do 31. 3. 2018 (Příloha 3).

Celkový počet emisí, které je stále možné upsat investorům	7
Celkem upsaných emisí na serveru	2
Celkem uzavřených emisí na serveru	0
Celkový objem nominálních hodnot všech emisí dluhopisů	178 mil. Kč
Průměrná nominální hodnota emisí umístěných na server	18,14 mil. Kč

Dalším zajímavým zjištěním (viz Obrázek 5) bylo, že emitenti inzerující na serveru dluhopisy.cz jsou z nejrůznějších oborů, což dokazuje, že díky dluhopisům lze získat finanční zdroje do firem zabývajících se různými činnostmi či pro podnikání nejrůznějšího druhu.



Obrázek 5 - Podíl oborů, ve kterých podnikají emitenti inzerující své dluhopisy na serveru dluhopisy.cz (Příloha 2).

Poznámka: „Ostatní“ reprezentuje v grafu tyto obory: Cestovní, Dřevovýroba, Elektrotechnický, Energetika, Lesnictví, Lihovarnictví, Oděvní, Potravinářský, Strojírenský, Telekomunikace, Účetnictví a Zábavní průmysl

Při zjišťování údajů o firmách, ze serveru justice.cz, kde by měly být dohledatelné informace o aktivech společnosti a ročním obratu, jsem zjistil, že celkem u 10 firem, které aktuálně inzerují své nabídky, není možné dohledat roční obrat, ani aktiva společnosti (Příloha 2). To může být způsobeno dvěma věcmi. Buď byla firma založena v roce 2017 (4 ze zmíněných 10 firem), tudíž ještě výroční zpráva za rok 2017 nebyla na server justice.cz umístěna Ministerstvem spravedlnosti, nebo firma, která již funguje více let, nikdy žádnou výroční zprávu na rejstříkový soud neodeslala (6 firem). U již upsaných emisí je statistika podobná, jelikož u celkově 21 firem, u kterých by mělo být možné dohledat informace na serveru justice.cz, jich 5 svou povinnost v zasílání závěrky neplní (Příloha 2). Investor má stále možnost firmu kontaktovat a tyto informace si nechat vystavit, ale porušování povinnosti zasílat informace rejstříkovému soudu vnímám na škodu firmy v rámci její pověsti. Toto zjištění však znamená, že to, zda firmy svou povinnost ohledně zasílání výroční zprávy na rejstříkový soud plní nebo neplní, nemá vliv na to, zda si od firmy investoři dluhopisy nakoupí či nikoliv.

Vliv velikosti aktiv emitenta na velikost nominální hodnoty celé emise u dluhopisů inzerovaných na serveru dluhopisy.cz jsem nevysledoval. Firmy tuto nominální hodnotu nastavují dle svých potřeb. Příkladem může být to, že se na serveru například vykytuje emise dluhopisů v nominální hodnotě 10 mil. Kč od firmy, jejíž aktiva jsou okolo 1,5 mil. Kč a roční obrat činí cca 3 mil. Kč, a emise na stejnou nominální hodnotu je zde inzerována od firmy, která má roční obrat přes 50 mil. Kč. Emisí o nominálních hodnotách přes 10 mil. Kč od firem s ročními obraty do 10 mil. Kč bylo na server umístěno mnohem více (Příloha 1 a 2).

Vliv ročních obrátů a bohatství firmy na nastavování úroku či délky splatnosti emise jsem z dostupných informací také nevysledoval. Na serveru byly historicky umístěny emise s úroky v rozmezí od 5 % po 10 %. Průměrný úrok ze všech umístěných dluhopisů je 8 %, což je jen o jednu desetinu rozdílné od mediánu, který je 8,1%, navíc jsem během analýzy narazil na takovou emisi, kdy investor při nákupu dostane jako odměnu investiční zlato, tudíž získá při nákupu kromě přislíbeného úroku, také odměnu. Co se týče délky emise, ta s nejkratší nastavenou délkou byla nastavena se splatností do 1,5 roku od vystavení, ta s nejdelší byla nastavena na 6 let. Průměrně se však doba u všech emisí pohybuje kolem 2 let a 8 měsíců, při výpočtu mediánu je střední hodnotou

životnosti 2,5 roku (Příloha 1). Pro porovnání u dluhopisů na serveru ceskedluhopisy.cz je průměrná doba splatnosti u analyzovaných 9 emisí 3,2 roku (Příloha 3).

Co bude mít nejspíše vliv při nastavování výše úroku, bude obor, ve kterém daný subjekt podniká (viz Tabulka 8).

Tabulka 8 – Průměrná výše úroku u emisí, které byly inzerovány na serveru dluhopisy.cz a jsou zastoupeny minimálně 4 emitenty podnikajícími ve stejném oboru (Příloha 1).

Finanční obor	7,50 %
Zdravotnictví	7,70 %
Realitní obor	8,05 %
Stavebnictví	8,50 %
IT technologie	8,90 %

Co se týče formy, ve které byly jednotlivé emise vydány, tak na serveru dluhopisy.cz i ceskedluhopisy.cz, byly všechny dluhopisy vydány v listinné podobě a v české měně (Příloha 1 a 2). Ani u jedné emise nebyl vyhotovený prospekt, tudíž byly všechny emise vydány v režimu veřejné podlimitní nabídky. Tato skutečnost podporuje hypotézu, že většina dluhopisů vydávaných v režimu veřejné podlimitní nabídky jsou vydávány v listinné podobě, tudíž nad nimi není žádný dohled, neexistuje jakákoliv oficiální evidence, ani regulace. Dále čísla ze serverů potvrzují, že veřejné podlimitní nabídky využívají především mikropodniky a malé firmy (Příloha 2 a 3).

Co se týče stáří emitentů podle roku založení (pokud se nejedná o fyzické osoby, či firmy založené v jiném právním systému), kteří kdy inzerovali na serveru dluhopisy.cz, tak stáří firem je 7 let, přičemž co se týče pouze aktuálních nabídek, tak průměr roků založení u firem je stejný. Avšak mezi nabídkami se nachází i takové nabídky, kdy firma byla založena v roce 2017 a ještě stejný rok vydala emisi dluhopisů. Toto je u některých emisí způsobeno tím, že firma byla založena pouze za účelem jednoho projektu a na ten určitý projekt se shání prostředky pomocí dluhopisů, jinak firmu vlastní jiná společnost, nebo se jedná o dceřiné společnosti, které jsou nově založené a do startu využívají emisi dluhopisů. Jsou však i případy firem, které nemají vazbu na žádné jiné společnosti a jsou pouze v počátcích svého podnikání a peníze získané vydáním dluhopisů chtějí využít na rozjezd firmy.

3.4. Vyhodnocení analýzy

Analýza emisí dluhopisů byla provedena na serverech dluhopisy.cz a ceskedluhopisy.cz celkově na 72 emisích od 61 emitentů. Pozitivním zjištěním díky analýze na serveru dluhopisy.cz je, že dluhopisy jsou vydávány emitenty z nejrůznějších oborů (viz Obrázek 5, str. 38). Zajímavým zjištěním také je, že to, zda emitenti dodržují zákonem stanovenou povinnost zasílat závěrku, ze které mohou investoři veřejně zjistit, jak se firmě daří, nemá na nákup těchto dluhopisů vliv a firmy porušující tuto povinnost své dluhopisy investorům přesto úspěšně upisují.

Analýza emisí dluhopisů na těchto serverech ukázala, že všechny emise, jež byly na serverech od jejich počátku fungování umístěny k inzerci, byly emitovány v režimu veřejné podlimitní nabídky. Zároveň byly všechny tyto emise v listinné podobě, což znamená, že ani jedna není vedena v žádné oficiální evidenci u CDCP, ani neprošla schvalovacím procesem ze strany ČNB. Všechny emise tudíž byly vydány pouze po rozhodnutí emitenta za účelem získání finančních prostředků. Toto zjištění potvrdilo mou předem stanovenou hypotézu, že většina dluhopisů v tomto režimu je vydávána v listinné podobě.

Vzhledem k tomu, že za první 3 měsíce, dle oficiálních stránek ČNB, kde je veden seznam schválených prospektů k dluhopisům (viz kapitola 2.5.), bylo schváleno pouze 9 emisí dluhopisů, zatímco jen na serverech dluhopisy.cz a ceskedluhopisy.cz bylo umístěno 18 emisí, které byly emitovány v roce 2018, byla analýzou potvrzena i slova JUDr. Schejbala (2017a), který píše: „*V praxi se nejčastěji setkáváme s veřejnou podlimitní nabídkou dluhopisů, které vydávají zejména menší společnosti.*“ Znamená to tedy, že drobný investor se v praxi může setkat na trhu s nejvíce nabídkami od emitentů vydávajících ve veřejném podlimitním režimu, jelikož na neveřejné nabídky nemá velkou šanci narazit. Je třeba si uvědomit, že rozdíl je ještě mnohem větší, vzhledem k tomu, že nejen na internetu se vyskytuje spousta nabídek dluhopisů, které nejsou umístěny na těchto dvou serverech.

Jak píše MFČR: „*V poslední době se objevují nabídky dluhopisů drobným (retailovým) investorům*“ (2018a). Vzhledem k tomu že „*v poslední době se zvyšuje zájem drobných investorů o podnikové dluhopisy*“ (ČNB, 2017b) je možné konstatovat, že se setkává nabídka s poptávkou tohoto dluhu dluhopisů.

4. Dluhopis jako možnost získání finančních zdrojů

Následující část věnuji především tomu, jakou alternativu nabízejí dluhopisy k bankovnímu úvěru, jaké jsou výhody a nevýhody takto získaných finančních zdrojů pro podnikání, a také velmi stručně popíši proces emise dluhopisů ve veřejném podlimitním režimu.

4.1. Dluhopis jako alternativa bankovního úvěru

„Dluhopisy, obdobně jako emise akcií, umožňují emitentovi získat požadované financování nezbytné pro jeho aktivity za obvykle výhodnějších podmínek, než za jakých by se mu to podařilo s využitím bankovního úvěru“ (Kotásek a spol. 2014, s. 101). K tomu tématu se ve své knize vyjadřuje i Levinson (2014): Firmy často potřebují finanční prostředky na vybudování nových zařízení, výměnu strojů nebo rozšíření podnikání jinými způsoby. Dluhopisy jsou jednou z možností, díky kterým to lze realizovat.

Jak uvádí JUDr. Schejbal (2017a), emise dluhopisů využívají zpravidla 3 skupiny korporací. První z nich jsou ty, které nedosáhnou na bankovní úvěr, ať už z důvodu krátké existence, nebo nepřesvědčivých finančních výsledků. Druhou skupinou jsou společnosti, které by sice na úvěr v bance dosáhly, ale nechtějí akceptovat podmínky, které banka nabízí. Třetí skupinou jsou ty společnosti, které používají kombinaci emise dluhopisů k uspokojení požadavku ze strany banky na vlastní kapitál při žádosti o bankovní úvěr.

„Důvodů, proč firmy pro získání nových peněz volí zrovna dluhopisy, je víc. Nahrává tomu volná politika centrálních bank, díky které jsou peníze stále levné. Dalším důvodem je, že dluhopisy jsou pro firmy výhodnější než bankovní úvěry. Jejich vydání totiž nepodléhá stejnému množství omezení a kontrol jako úvěry. Kvůli finanční krizi banky k žadatelům o půjčky přistupují obezřetněji a chtějí od nich víc informací, což může úvěr zdražit“ (Horáček, 2017). To potvrzuje i Vladimír Vostrikov z Patria Corporate Finance (Gallist, 2017): *„Dluhopisy neobsahují takové množství omezení a kontrol jako bankovní financování.“* K tématu se také vyjadřuje Filip Mazel (2017) z advokátní kanceláře, která je členem mezinárodního konsorcia Frank Bold: *„Dluhopis je pro mnoho začínajících firem příhodnějším způsobem financování, než třeba klasický podnikatelský úvěr.“*

Bonusem pro některé emitenty může být fakt, že v případě upsání svých dluhopisů tuzemských investorům podpoří domácí investice, na rozdíl případného získání finančních zdrojů od největších českých bank (podle počtu klientů), které podle Juškové (2017, s. 42-43) již nejsou ve vlastnictví tuzemských investorů¹⁹ - Česká spořitelna, ČSOB, a Komerční banka poslali za rok 2016 zahraničním akcionářům dohromady 29,3 mld. Kč. Je proto na zvážení při volbě, zda si půjčit od banky i přes to, že výnosy budou ve většině případů směřovat do zahraničí, nebo využít volných prostředků od případných tuzemských investorů.

4.1.1. Výhody a nevýhody získání finančních zdrojů pomocí dluhopisů

Dluhopis je určitým druhem dluhu, který má své parametry. Důležitá je především znalost toho, jakým způsobem dluhopis funguje, a tudíž i toho, čím se od ostatních variant zadlužení liší. Právě v tom, jak dluhopis funguje, je jeho největší přidaná hodnota, jinak jsou s ním spojené velmi podobné výhody i nevýhody jako u ostatních typů dluhových nástrojů. Uvádím proto alespoň pár největších výhod a nevýhod, které podle Tichého (2012, s. 32) dluhopisy mají. Mezi výhody pro emitenty patří:

- Pevně stanovený úrok (emitent zná dopředu podmínky)
- Úrok z dluhopisů je daňově uznatelný náklad
- Dluhopisy umožňují větší flexibility oproti interním zdrojům (pružnější reakce na potřebu)
- Pokud si emitent vyhradí v emisních podmínkách právo předčasného splacení, může ho v případě potřeby využít

Mezi nevýhody získaných finančních prostředků pomocí dluhopisů patří:

- Růst finančního rizika (zvyšující se podíl dluhu na celkovém kapitálu)
- Pevné splátky mohou být i na škodu ve chvíli, kdy dochází k poklesu zisku
- Různé omezující podmínky, které mohou klást věřitelé na emitenta

Dluhopis může nabídnout spoustě emitentům zajímavou alternativou například oproti bankovnímu úvěru především tím, jak funguje. Každý tento produkt však funguje na jiném principu. Zatímco u dluhopisu se splácí dlužná částka naráz, u bankovního úvěru je toto splácení prováděno postupně. V tomto je výhoda dluhopisů, která je po novele

¹⁹ Česká spořitelna patří rakouské Erste Group, ČSOB je stoprocentní dceřinou společností KBC Bank NV, což je belgická společnost a Komerční banka zase patří francouzské Sociétés Générale.

zákona o dluhopisech č. 172/2012 dostupná naprosto každému. Je však vždy potřeba myslet na to, že pevně stanovený úrok může být z hlediska předem známých podmínek výhodou, avšak v případě klesajícího zisku i nevýhodou. Je tedy velmi obtížné stanovit výhody a nevýhody, které by byly pro všechny emise společné, je proto dobré pro každou emisi vyhodnotit výhody a nevýhody zvlášť.

4.2. Proces před emisí

Pokud se osoba či korporace, která může dle zákona vydat dluhopisy, rozhodne po předešlém porovnání s ostatními možnostmi, a uzná, že emise dluhopisů bude tou nevhodnější cestou pro získání finančních zdrojů, musí provést několik kroků. Především zvolit si režim, ve kterém bude dluhopisy vydávat, jelikož každý režim má svoje specifické omezení. *„Průběh emise dluhopisů nemá danou a závaznou strukturu, neboť jednotlivé emise jsou vždy určitým způsobem specifické, a proto se emisní scénáře mohou od sebe lišit“* (Nývltová a Řežnáková, 2007, s. 159).

Podle Nývltové a Řežnákové (2007, s. 159 – 168) jsou však společné rysy, které by měl každý budoucí emitent provést. Je to především identifikace potřeb financování, s tím souvisí i to, jak velký objem emise bude, a jaká bude doba splatnosti celé emise. *„Likvidní a efektivně fungující trh má tu výhodu, že cena dluhopisů je určována nabídkou a poptávkou v daném okamžiku, která je ovlivněna dostupnými informacemi o emitentovi, výsledcích jeho hospodaření a vývoji v oboru jeho činnosti“* (s. 158 – 159). Emitent tedy musí zvážit, které informace poskytne potencionálním investorům, aby od nich získal finanční zdroje. Dále je dobré načasovat emisi vzhledem k aktuální situaci na trhu, aby nedošlo k zbytečnému umístění i přes nepříznivé situaci z hlediska poptávky. Dále je potřeba určit tým lidí, kteří se budou na emisi podílet. Autorky píší, že dobrým startem je výběr schopného právníka. Je také dobré myslet na následný marketing, jakým způsobem chce emitent svou emisi prezentovat investorům a jaké prostředky k tomu využije.

4.3. Proces emise

K samotnému vydání lze využít pomoc advokátních kanceláří, které se touto problematikou zabývají. Výhodou, kterou emitování dluhopisů za pomoci advokátní kanceláře přináší je ta, že v případě jakékoliv právní chyby, nese odpovědnost tato advokátní kancelář (Schejbal, 2018). Lze využít i obchodníků s cennými papíry, či

ekonomické poradce, kteří s emisí mohou pomoci. Všechny varianty jsou však samozřejmě vždy zpoplatněné. Pokud se emitent rozhodne celou emisí vyhotovit sám, vystavuje se riziku dalších nákladů spojené s právní odpovědností, tím však ušetří značnou část finančních prostředků.

Pro představu MFČR uvádí, že dle dostupných informací se cena za vyhotovení prospektu pohybuje přibližně kolem 260 tis. Kč (2018, s. 5). JUDr. Schejbal (2018) na to však reaguje, že dle jeho zkušeností se cena na vyhotovení prospektu pohybuje kolem 400 tisíc. Pokud se tedy emitent rozhodne pro emisi v režimu veřejné nabídky, může počítat s přibližnými náklady v řádů statisíců.

Rozhodl jsem se níže ve své práci uvést základní kroky pro emisi dluhopisů v režimu veřejné podlimitní nabídky, se kterou se lze v praxi podle Schejbal (2017a) setkat nejčastěji. Jelikož po novele zákona č. 172/2012 Sb. není pro tento režim žádná povinnost v ohlašování ani schvalování emisních podmínek ze strany ČNB, emitent může tuto emisi vytvořit a následně ji ihned nabízet investorům a tím získat finanční zdroje velmi rychlým způsobem²⁰.

ZDluh č. 190/2004 stanovuje podle § 3 povinnost zpřístupnit emisní podmínky investorům nejpozději k datu emise. Prvním krokem při vlastní emisi bude tedy vyhotovení emisních podmínek a jejich následné zpřístupnění. Od této chvíle je možné danou emisí volně propagovat. Při rozvinutém trhu dluhopisů a spoustám emisních podmínek na internetu, není nic jednodušší, než si některé z veřejně dostupných emisních podmínek stáhnout a předělat si je pro svou emisi. Co se týče emisních podmínek, ty jsou upravovány ZDluh § 9, podle kterého si následně můžete zkontrolovat, zdali náhodou v emisních podmínkách nic nechybí. Dále je nutné mít nachystanou *smlouvu o upsání a koupi dluhopisů* (smlouva zavazující emitenta vůči investorovi řádně plnit podmínky dohodnuté v emisních podmínkách) a také *předávací protokol dluhopisu* (dokument, který prokazuje předání dluhopisu na základě předešlého úpisu dluhopisu). Oba tyto dokumenty lze taktéž nalézt na internetu ve spoustě podob od jiných emitentů a upravit si jejich obsah pro vlastní účely. Poslední věcí, kterou musí emitent provést, je rozhodnout se, zdali bude emise vydaná v listinné či zaknihované podobě. JUDr. Schejbal (2016)

²⁰ Server dluhopisy.cz v sekci „Portál“ → „novinky“ uvádí, že se jim podařilo upsat celou emisí dluhopisů od jednoho emitenta v nominální hodnotě 2 mil. Kč během jednoho dne. Tato informace se mi však nepodařila ověřit.

k tomu radí: „Menší emise dluhopisů je s ohledem na náklady zaknihování a složitější administrativě lepší vydat v listinné podobě. Obsloužit desítky investorů prostřednictvím listinných dluhopisů je administrativně únosné. U větších emisí v řádu vyšších desítek až stovek mil. Kč je dle našeho názoru výhodnější jít cestou zaknihované emise. Administrativa spojená se stovkami až tisíci listinných dluhopisů a jejich následným svoláním při splácení jistiny je velká. Někteří emitenti však zvládnou i toto množství investorů obsloužit vydáním listinných cenných papírů. Častým argumentem z jejich strany pak je, že klienti si po úpise odnášejí hmotný cenný papír, někdy i s krásnou grafikou.“ V případě, že si emitent zvolí cestu listinných dluhopisů, musí dle ZDluh § 4 vést seznam vlastníků, pokud je emise vydaná v zaknihované podobě, tento seznam dle stejného paragrafu vede osoba oprávněná k evidenci zaknihovaných cenných papírů.

4.4. Propagace dluhopisů

Propagace dluhopisů se liší podle režimu, ve kterém je emise vydávána. Jak bylo zmíněno povinnost emitenta podle ZDluh § 3 je zpřístupnit emisní podmínky na nosiči informací, který investorům umožňuje jejich reprodukci v nezměněné podobě do data splatnosti těchto dluhopisů. Například u veřejné, či veřejné podlimitní nabídky může emitent dělat jakoukoliv reklamu, která vždy odkazuje na místo, kde jsou umístěny emisní podmínky k dané emisi (nejlépe webové stránky). K propagaci lze použít jak vlastní, tak cizí webové stránky, tisk, emitent může oslovovat investory osobně, nebo za pomoci e-mailové či jiné komunikace, nebo také dluhopisová tržiště zmíněná v kapitole 3. K těmto možnostem se zákon žádným způsobem nevyjadřuje. Jak bylo zmíněno v kapitole 2.6.2, v případě neveřejné nabídky, je tato propagace zakázána a emitent může oslovit pouze 149 potencionálních investorů. K propagaci a následnému prodeji dluhopisů v praxi společnosti využívají také investiční zprostředkovatele, kterým však novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 204/2017 Sb. zakázala nabízet dluhopisy bez schváleného prospektu (Schejbal, 2017d).

5. Investování do dluhopisů

Tato část je zaměřena na investory, jelikož jsou nezbytní v celém procesu týkajícího se dluhopisů. Bez investorů by emitenti vydávali své emise zbytečně. Investor poskytuje své volné prostředky emitentům a jen díky nim mohou emitenti využít tyto prostředky pro své účely. V této části bych chtěl shrnout výhody a nevýhody investování do korporátních dluhopisů, které jsem během psaní této práce zjistil, a upozornit na možná rizika s nimi spojenými. Cílem této části není od investice tohoto typu odradit, naopak chci motivovat hledat na trhu velmi kvalitní dluhopisy, ve kterých například já vidím velmi dobrý potenciál zhodnocení volných finančních prostředků.

5.1. Výhody a nevýhody investování do dluhopisu

Tato část je sepsána na základě zjištěných skutečností během psaní této práce a také své vlastní zkušenosti s investováním či dluhopisy. Uvědomuji si, jak je důležité investovat, proto chci k tomuto chování povzbudit. Toto potvrzuje i René Hladík: *„Investice jsou předpokladem hospodářského růstu. Je špatné, když se úspory „projí“, je lépe s nimi podnikat, zvyšovat produktivitu, budovat infrastrukturu země a odměnou je vyšší produkce a spotřeba v budoucnosti“* (2015, s. 5).

V České republice mají lidé na běžných účtech téměř 1,8 bil. Kč (Zámečník, 2017). Je třeba se naučit tyto peníze aktivně využívat a nenechat je ležet ladem, jelikož při nízké úrovni úročení se vlivem inflace snižuje jejich hodnota. Jak potvrzuje Hladík (2015, s. 5): *„Nejdůležitějším zdrojem peněžních přebytků, tedy úspor, jsou domácnosti. Největším „konzumentem“ zapůjčitelných fondů jsou podniky a státní sektor.“* Dluhopisy nabízí díky novele zákona č. 172/2012 Sb. ještě dostupnější formu investice, která je teď mnohem rozšířenější.

Jednou z výhod, zároveň však i nevýhod, může být pevně stanovená doba splatnosti dluhopisu. Znamená to, že v případě nákupu investor přesně ví, jakou dobu bude investice trvat. Někdo toto omezení může vnímat jako nevýhodu, že se ke svým penězům nedostane kdykoliv bude potřebovat. Likvidita je u dluhopisu velmi malá, avšak z praxe vím, že existují firmy, které jsou ochotny dluhopis odkoupit zpět, případně tento prodej může investor uskutečnit sám dalšímu investorovi, pokud tak emisní podmínky stanovují. Emisní podmínky mohou dovolovat i předčasný odkup dluhopisů ze strany

emitentů od investorů, proto je dobré vždy pořádně prostudovat emisní podmínky, či prospekt dluhopisů a díky nim znát parametry dané investice. Další z výhod je, že investování do dluhopisů je naprosto zdarma a dluhopisy se nakupují přímo od emitentů bez jakéhokoliv zpoplatnění. Výhodou u většiny emisí je pevně stanovený úrok, který je neměnný. Investor může stanovit emisními podmínkami i pohyblivé složky úroku, s tím jsem se však v například v analyzovaných 64 emisích ze serveru dluhopisy.cz setkal pouze jednou (Příloha 1). Pro investora to stejně, jako u pevně stanovené doby trvání investice znamená, že si již dopředu může vypočítat, kolik přesně daná investice vydělá. Nevýhodou dluhopisů, jako většiny investic, je to, že za touto investicí se neskrývá žádná garance (více v kapitole 5.2.1). Ta je však v praxi například u stavebního spoření v podobě 10% příspěvku z ročně zaslaných prostředků do maximální výše 2000 Kč/rok, kde je však pro získání tohoto příspěvku zákonem stanovená doba trvání 6 let. Například u penzijního připojištění, či doplňkového penzijního spoření je také státem garantovaný příspěvek, avšak zde je likvidita investice naprosto nesrovnatelná a k investicím se dá přirovnat pouze stěží. Na trhu se dají nalézt dluhopisy s velmi vysokým zhodnocením, například i 10 % ročně, na co je však potřeba myslet, je fakt, na který upozorňuje Syrový (2016, s. 22), že ve světě investic jdou proti sobě dvě základní investiční vlastnosti a těmi jsou výnos a riziko. Je tedy nutné myslet na to, že podle obecného pravidla platí, že čím vyšší výnos, tím je i vyšší riziko spojené s danou investicí. Již v roce 2015 se v rozhovoru viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík (Houdek, 2015, s. 6) zmínil, že vedle nemovitostních trhů lze vidět zárodky bublin i na dluhopisových trzích, přičemž se to týká více korporátních dluhopisů než státních dluhopisů.

Dluhopisů, konkrétně těch korporátních, určených drobným investorům stále přibývá (MFČR, 2018a). U těchto dluhopisů je velkým rizikem především to, kdo dané dluhopisy emituje, a z tohoto důvodu je vždy potřeba prostudovat od koho konkrétní dluhopis pochází a zvážit s tím spojená rizika. Tomuto tématu je určena následující část.

5.2. Rady pro investory

ČNB (2017b) na svých webových stránkách vydala článek s názvem „Desatero pro drobné investory do podnikových dluhopisů“. Tento krok ČNB zdůvodňuje tím, že se v poslední době zvyšuje zájem o podnikové dluhopisy. V tomto desateru se ČNB zaměřila především na seznámení čtenáře se základními pravidly investování, dále také na popis rizik spojenými s dluhopisy a s kroky, které je dobré provést při zjišťování

informací o emitentovi. Za zmínku stojí fakt, že i v případě dluhopisů se schváleným prospektem nepředstavuje tento dokument nižší riziko dané investice. „*Informace, že ČNB schválila emisi dluhopisů, znamená pouze to, že ČNB ověřila, zda prospekt příslušné dluhopisové emise splňuje všechny zákonem stanovené formální náležitosti*“ (ČNB, 2017b). Doporučuji si toto „desatero“ pročíst před vstupem na dluhopisový trh, aby nedošlo ke zbytečnému nákupu dluhopisů od pochybných investorů. Jak píše MFČR (2018, s. 13) na českém kapitálovém trhu byl identifikován problém ve značném nárůstu problematické nabídky dluhopisů, které pocházejí od pochybných emitentů, emitentů s nedostatečným finančním zázemím, nebo emitentů ve finančních problémech, kteří následně nejsou schopni dostát svým závazkům vůči investorům. Tyto dluhopisy jsou směřovány drobným investorům, kteří nejsou schopni získat dostatek relevantních informací, a tak mohou být tyto dluhopisy lákavé i přesto, že jsou velmi rizikové²¹. Jak vyplývá z rozhovoru s JUDr. Schejbalem (2018) na trhu se vyskytují velmi kvalitní emise od emitentů, jako jsou ČEZ, KB, CPI, avšak je tu poté spousta emisí od začínajících podnikatelů, u kterých je riziko spojené s investováním vyšší.

5.2.1. Dluhopis není garantovaný

Na českém internetu, konkrétněji webových stránkách, kde emitenti propagují své podnikové dluhopisy, je možné setkat se s tzv. „garancí“. Tato garance je užívána ve spojení „garantovaný roční výnos“ nebo „garantovaný dluhopis“. Upozorňuji, že žádná garance dluhopisu, ani výnosu neexistuje. Podle slovníků cizích slov, slovo garance znamená: „záruka“, „zástava“, „jistota“. Na toto upozorňuje i server topdluhopisy.cz ve svých podmínkách používání portálu (2017): „*Riziko nesplacení dluhopisů Emitentem nese v celém rozsahu Investor. Na dluhopisy se nevztahují pravidla žádného garančního systému.*“ Jak uvádí ČNB (2017b) ve svém desateru: „*Investice do podnikových dluhopisů není pojištěna. V případě nesplacení jistiny či úroků (kupónů) se nelze obracet na Garanční systém finančního trhu. Investor nákupem dluhopisů získává právo, aby mu emitent dluhopisů splatil jistinu spolu s dohodnutými úroky (kupóny). Investor tedy dobrovolně přijímá pozici věřitele, zatímco emitent dluhopisů se stává jeho dlužníkem.*“ Další upozornění uvádí Společnost Cyrrus v zápatí stránek topdluhopisy.cz: „*Dluhopisy*

²¹ Na internetu jsem se například setkal s dluhopisy od více různých firem, které však mají naprosto totožné emisní podmínky. Ve všech firmách figuruje stejná osoba, jejíž minulost není pozitivní a celkový vzhled i obsah webových stránek, které jsou si velmi podobné, je velmi pochybný. Tento příklad dluhopisů je tím typem, u kterého je lepší svou investici velmi pečlivě zvážit.

v sobě vždy obsahují riziko selhání Emitenta. Tímto rizikem se rozumí, že Emitent nebude v budoucnu schopen splatit jistinu a výnos dluhopisů V takovém případě může Investor ztratit celý investovaný kapitál.“ Tento fakt naprosto odporuje slovu garantovaný. Užívání pojmu „garantovaný“ ve spojení s korporátními dluhopisy považují za klamavou reklamu, kterou se snaží emitenti nalákat možné investory k nákupu jejich dluhopisů. Problémem však je, že tato garance není zákonem o dluhopisech vymezená, tudíž ani toto spojení nezakazuje²². Další praktikou, kterou využívají emitenti zmiňuje MFČR (2018, s. 13) jež spočívá ve slibování vysokého zhodnocení investic. V obou zvýšených praktikách vidím riziko především na základě výsledků z měření finanční gramotnosti prováděného v roce 2015 (MFČR, 2016), kdy bylo zjištěno, že celkem 52 % lidí má nízkou či spíše nízkou finanční gramotnost. S tím souvisí druhý výsledek z kvantitativního výzkumu ohledně finanční gramotnosti v ČR (STEM/MARK, 2010, s. 70), prováděném v roce 2010, kdy bylo zjištěno, že pětina obyvatel nedovede posoudit podezřele výhodnou nabídku. Na trhu se lze setkat s dluhopisy, které jsou nabízeny investorům jako garantované s vysokým výnosem. Rizikovitost těchto investic prověří až čas, kdy budou emitenti splácet úroky a jistiny z dluhopisů. Je vždy dobré myslet na radu z desatera (ČNB, 2017b): „Investor by měl být velmi obezřetný zvláště v případech, jeví-li se nabídka na první pohled velice výhodně, například pokud je nabízen dluhopis s velmi vysokým výnosem.“

MFČR uvádí (2018, s. 13), že tento problém byl částečně vyřešen novelou zákona č. 204/2017 Sb., která je účinná od 3. ledna 2018. Tato novela v páté hlavě přináší v § 29 změnu, kdy od nabytí účinnosti této novely nesmí investiční zprostředkovatelé nabízet dluhopisy bez vyhotoveného prospektu, to se samozřejmě netýká dluhopisů vydaných Českou republikou, HZL, či jiných cenných papírů obsažených v tomto paragrafu. Zmíněná novela reaguje na nabídku dluhopisů bez prospektu investičními zprostředkovateli. Investor však nadále může s těmito dluhopisy přijít do styku na webových stránkách, či jiných místech. Stále bude možné najít dluhopisy na inzertních portálech, které jsem představil v kapitole 3, jelikož tyto inzertní místa nejsou klasifikována jako investiční zprostředkovatel. Při výběru investice do dluhopisů potřeba

²² Pojem garance někdy využívají firmy, které vlastní nemovitosti, tudíž uvádí, že v případě, problémů se splacením úroků, či jistiny odprodají tyto nemovitosti za účelem splacení pohledávek. Je však mnoho firem, které toto spojení využívají, i přes to, že žádný majetek nemají.

myslet na všechny výše uvedená rizika a při výběru korporátních dluhopisů svou investici dostatečně zvážit.

Závěr

V této bakalářské práci jsem se zabýval důsledky novely zákona o dluhopisech č. 172/2012 Sb, jelikož byly do zákona implementovány důležité změny, týkající se například schůze vlastníků, nebo toho, kdo může být emitentem, přičemž nejpodstatnější změnou bylo zrušení povinnosti schvalování emisních podmínek od České národní banky. Po novele zákona došlo k nárůstu zájmu o dluhopisy jak ze strany emitentů, především korporací, tak ze strany drobných investorů. Dluhopisy jsou díky novele zákona skvělou příležitostí pro mikropodniky, malé i střední podniky, jak získat kapitál pro své podnikání, jelikož proces emise dluhopisů v určitých režimech, oproti stavu před novelou zákona, není ničím složitým. Praxe ukazuje, že emisí v režimu veřejné podlimitní nabídky s limitem 1 mil. EUR, může využít opravdu kdokoliv, avšak na trhu se začínají čím dál více objevovat emise od pochybných emitentů, u kterých je riziko investice velmi vysoké.

Cílem této práce bylo popsat, jaké změny přinesla novela zákona č. 172/2012 Sb., a jaká je v důsledku těchto změn situace s dluhopisy na českém trhu, čemuž jsem se věnoval v prvních třech kapitolách. Dále jsem si stanovil za cíl zjistit, jak je složité vydat vlastní emisi, což jsem zjistil, a ve čtvrté kapitole popsal. Za cíl jsem si také stanovil provést analýzu dluhopisů na dluhopisových serverech, která byla úspěšně provedena dohromady na 72 emisích dluhopisů.

Analýzu jednotlivých emisí dluhopisů jsem provedl na dvou serverech, kde byly zanalyzovány všechny emise dluhopisů umístěné na těchto stránkách od doby založení těchto serverů až do konce března 2018. Nejdůležitějším zjištěním, které se díky analýze dluhopisových serverů potvrdilo, je, že se na českém trhu vyskytuje nejvíce dluhopisů vydávaných v režimu veřejné podlimitní nabídky, se kterými se může drobný investor jednoduše setkat. Analýza také prokázala, že výdeje dluhopisů již využívají i fyzické osoby. Analýzou byla potvrzena hypotéza, ve které jsem předpokládal, že většina dluhopisů vydávaných v režimu veřejné podlimitní nabídky je vydávána v listinné podobě. Všechny zanalyzované emise byly vydány v tomto režimu i podobě, tudíž nelze určit, kolik se na trhu vyskytuje dluhopisů z důvodu absence ohlašovací povinnosti a s tím spojené evidence u takto emitovaných dluhopisů.

Summary

The theme of this bachelor thesis is the situation on the financial market of the Czech Republic after amendment to Act No. 172/2012 Sb. which has changed the Bonds Act No. 190/2004 Sb. This amendment caused cancellation of the necessity to be a legal entity for issuing bonds so nowadays everybody can issue bonds but the most important change was cancellation of obligation to approve the bond issue conditions by the Czech National Bank. After 2012 small corporations have started to issue more and more bonds because there is a type of bond which can be issued without any approval. This type is just limited of its size which is 1 million euro. Small investors have started to be interested in this type of bonds. The problem is that nowadays does not exist any records how many bonds of this type exists. In this thesis I focused on this situation on the financial market of the Czech Republic and I analysed the website where issuers can place their bond for better promotion. This website has started to provide services to issuers in the year 2015 and in this place are more bonds. I found out that on the financial market of the Czech Republic there are nowadays the most offers of bonds for small investors. Big companies issued bonds which they can promote in the public sphere but small companies issues more bonds because they are using the type of bonds with limitation, where they do not need approval for issues by the Czech National Bank.

Seznam pramenů a literatury

Literatura

HLADÍK, René. 2015. Trhy cenných papírů. Ústí nad Labem: RENECO. ISBN 978-80-86563-409

CHALUPA, Ivan a David REITERMAN. 2014. Cenné papíry: Základy soukromého práva IV. Praha: C.H. Beck (Beckova skripta). ISBN 978-80-7400-542-8.

HAVLÍČEK, David, STUPAVSKÝ, Michal. 2013. Investor 21. století: jak ovládnout vlastní emoce a uvažovat o zajištění na stáří. Praha: Plot. ISBN 978-80-7428-191-4.

KOTÁSEK, Josef, PIHERA, Vlastimil, POKORNÁ, Jarmila, VÍTEK, Jindřich. 2014. Právo cenných papírů. 1. vydání. Praha: C.H. Beck (Academia Iuris). ISBN 978-80-7400-515-2.

LEVINSON, Marc. 2014. Guide to financial markets. 6. vydání. London: Profile Books. ISBN 978-1-78125-107-2

LÍŠKA, Václav a kol. 2017. Podpisy II, Směnky, šeky. 1. vydání. Praha: České vysoké učení technické v Praze. ISBN 978-80-01-06093-3

MUSÍLEK, Petr. 2011. Trhy cenných papírů. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-70-5

NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. 2007. Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování. Praha: Grada, Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

POLIŠENSKÁ, Petra, HRABALOVÁ, Marie, PEREJDOVÁ, Alžběta. 2016. Právo cenných papírů: Výběr důležitých soudních rozhodnutí v právu cenných papírů za období let 2002 až 2015. Praha: Wolters Kluwer ČR. ISBN 978-80-7552-350-1.

STÁDNÍK, Bohumil. 2012a. Úvod do teorie a praxe dluhopisů. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1846-6.

SYROVÝ, Petr. 2016. Investování pro začátečníky. 3. zcela přepracované vydání. Praha: GRADA. ISBN 978-80-271-0092-7.

TICHÝ, Jaromír. 2012. Zdroje financování podniku. Praha: Vysoká škola finanční a správní. ISBN 978-80-7408-070-8.

Elektronické články či webové stránky

BUJŇÁKOVÁ, Michaela. 2011. „Důvodová zpráva k návrhu zákona o dluhopisech“ Ke sp.zn. Sp/2015/9/573 [online]. Dostupné z:

https://www.google.cz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwj15O6KxsTaAhVD46QKHR4SApUQFggmMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.mfcr.cz%2Fassets%2Fcs%2Fmedia%2FDuvodova-zprava_2011-06-03_Duvodova-zprava-k-navrhu-zakona-o-dluhopisech.pdf&usg=AOvVaw15cNeY8azbi5oOiFzzXf7d
[cit. 5. 4. 2018].

CENTRÁLNÍ DEPOZITÁŘ CENNÝCH PAPÍRŮ, A. S. 2013. „Ročenka 2012“ [online]. Dostupné z:

https://www.centraldepository.cz//images/vyrocní_statistika/statistika/fb2012.pdf [cit. 6. 4. 2018].

ČNB. 2015. „*Pravomocné rozhodnutí ke sp.zn. Sp/2015/9/573*“ [online]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2015_00009_CNB_573.pdf [cit. 4. 3. 2018].

ČNB. 2017a. „*Pravomocné rozhodnutí ke sp.zn. Sp/2016/155/573*“ [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/pravomocna_rozhodnuti/prilohy/S-Sp-2016_00155_CNB_573.pdf [cit. 5. 4. 2018].

ČNB. 2017b. „*Desatero pro drobné investory do podnikových dluhopisů*“ [online]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitele/desatero_investor_podnik_dluhopisy.html [cit. 18. 4. 2018].

DLUHOPISY.CZ. „*Zámecký pivovar Frýdlant*“ [online]. Dostupné z:

<https://dluhopisy.cz/zamecky-pivovar-frydlant> [cit. 23. 4. 2018].

DŘÍMAL, Marek. 2018. „*Dobrá ekonomika podpoří korunu*“ [online]. Dostupné z: <https://archiv.ihned.cz/c1-66081320-dobra-ekonomika-podpori-korunu> [cit. 21.3.2018].

GALLISTL, Vladan. 2017. „*Dluhopisový trh zažívá boom. Velkou emisí chystá Vítková CPI i Kellnerova PPF*“ [online]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/dluhopisovy-trh-zaziva-boom-velkou-emisi-chysta-vitkova-cpi-i-kellnerova-ppf-1340667> [cit. 21.3.2018].

HORÁČEK, Radek. 2017. „21 emisí za 123 miliard. V Česku se letos vydalo třikrát víc dluhopisů než před rokem“ [online]. Dostupné z: https://www.irozhlas.cz/ekonomika/dluhopisy-cesko-banky-uvery_1712060757_pj [cit. 6.4.2018].

HOUDEK, Tomáš. 2015. „*Nemůžeme na vše dohlížet 24 hodin denně*“ [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_r_ozhovory/media_2016/cl_16_160125_tomsik_bankovnictvi.pdf [cit. 6.4.2018].

KOMISE PRO CENNÉ PAPIŘY. 1998. „*Věc: Dluhopis ve formě podřízeného dluhopisu*“ [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file112.pdf [cit. 21.3.2018].

MAGISTRÁT HLAVNÍHO MĚSTA PRAHY. 2017. „*Výroční zpráva emitenta kotovaných cenných papírů za rok 2016*“ [online]. Dostupné z: http://www.praha.eu/public/72/c7/1c/2483372_788491_VZ_2016_HMP.pdf [cit. 25.2.2018].

MAZEL, Filip. 2017. „*Jak financovat firmu prostřednictvím dluhopisů*“ [online]. Dostupné z: <http://www.fbadvokati.cz/cs/clanky/581-jak-financovat-firmu-prostrednictvim-dluhopisu> [cit. 4.3.2018].

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 2012. „*Novela zákona o dluhopisech, zákona o podnikání na kapitálovém trhu a zákona o mezinárodním právu soukromém a procesním byla vyhlášena ve Sbírce zákona*“ [online]. Dostupné z:

<https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/cenne-papiry/2012/novela-zakona-o-dluhopisech-zakona-o-pod-9831> [cit. 4.3.2018].

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 2011. „*INFORMAČNÍ LETÁK MF SPOŘÍCÍ STÁTNÍ DLUHOPISY*“ [online]. Dostupné z:

<http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/cenne-papiry/2012/novela-zakona-o-dluhopisech-zakona-o-pod-9831> [cit. 4.3.2018].

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 2016. „*Měření finanční gramotnosti 2015: Kompletní výsledky*“ [online]. Dostupné z: <https://www.psfv.cz/cs/pro-odborniky/mereni-urovne-financni-gramotnosti/2015/mereni-urovne-financni-gramotnosti-2784> [cit. 15.4.2018].

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 2017. „*Zadluženost územních rozpočtů v roce 2016*“ [online]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/uzemni-rozpocety/zadluzenost-uzemnich-rozpocetu/2016/zadluzenost-uzemnich-rozpocetu-v-roce-201-30092> [cit. 4.4.2018].

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 2018a. „*KONZULTAČNÍ MATERIÁL K NAŘÍZENÍ (EU) O PROSPEKTU A K DALŠÍM SOUVISEJÍCÍM OTÁZKÁM*“ [online]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2018/konzultace-k-narizeni-eu-o-prospektu-a-k-30689> [cit. 18.2.2018].

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 2018b. „*Struktura a vývoj státního dluhu*“ [online]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/struktura-a-vyvoj-statniho-dluhu> [cit. 4.4.2018].

ROZKOŠNÝ, Petr. 2017. „*Korunové dluhopisy – co to je?*“ [online]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/425511-korunove-dluhopisy--co-to-je/> [cit. 6.4.2018].

OŠKRDALOVÁ, Gabriela. 2012. „*Finanční trhy*“ [online]. Dostupné z: https://is.muni.cz/el/1456/podzim2011/BPF_FITR/um/9027509/37920710/FITR-podzim_2012-02.pdf [cit. 5.4.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2017a. „*Kdo může vydávat dluhopisy a jak na to.*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/kdo-muze-vydavat-dluhopisy-a-jak-na-to> [cit. 7.2.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2017b. „*Přepočet limitu milion euro pro podlimitní veřejnou nabídku dluhopisů.*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/prepocet-limitu-milion-euro-pro-podlimitni-verejnu-nabidku-dluhopisu> [cit. 7.2.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2017c. „*Dluhopisy pod palbou ČNB*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/dluhopisy-pod-palbou-cnb> [cit. 7.2.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2017d. „*Od ledna 2018 mohou investiční zprostředkovatelé nabízet pouze dluhopisy s prospektem*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/od-ledna-2018-mohou-investicni-zprostredkovatele-nabizet-pouze-dluhopisy-s-prospektem> [cit. 26.2.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2017e. „*vše o prospektu cenného papíru za 5 minut*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/vse-o-prospektu-cenneho-papiru-za-5-minut> [cit. 4.3.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2015. „*Veřejná nabídka dluhopisů bez prospektu?*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/verejna-nabidka-dluhopisu-bez-prospektu> [cit. 3.4.2018].

SCHEJBAL, Lumír. 2016. „*Listinné či zaknihované dluhopisy?*“ [online]. Dostupné z: <https://akschejbal.cz/listinne-ci-zaknihovane-dluhopisy> [cit. 14.4.2018].

STÁDNÍK, Bohumil. 2012b. „*Teorie a praxe dluhopisů*“ [online]. Dostupné z: http://kbp.vse.cz/wp-content/uploads/2012/12/Stádník_Teorie_a_Praxe_dluhopisů.pdf [cit. 3.4.2018].

STEM/MARK. 2010. „*Finanční gramotnost v ČR*“ [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/spotrebitel/financni_gramotnost/mereni_fg_tk_20101213/financni_gramotnost_20101213_stemmark.pdf [cit. 15.4.2018].

TOPDLUHOPISEY.CZ. 2017. „*PODMÍNKY POUŽÍVÁNÍ PORTÁLU TOPDLUHOPISEY.CZ*“ [online]. Dostupné z:

<https://www.topdluhopisy.cz/files/podminky.pdf> [cit. 15.4.2018].

ZAVADILOVÁ, Tereza. 2012. „*Vydat své dluhopisy teď může každý Čech.*“ [online].

Dostupné z: <https://finexpert.e15.cz/vydat-sve-dluhopisy-ted-muze-kazdy-cech> [cit. 7.2.2018].

ZÁMEČNÍK, Petr. 2017. „*Češi sedí na penězích v bankách*“ [online]. Dostupné z:

<https://www.investujeme.cz/clanky/cesi-sedi-na-penezich-bankach/> [cit. 4.3.2018].

BARTCZAK, Krzysztof, GARCÉS DE LOS FAYOS, Fernando. 2018. „*Evropský hospodářský prostor (EHP), Švýcarsko a sever*“ [online]. Dostupné z:

http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/cs/displayFtu.html?ftuId=FTU_5.5.3.html [cit. 4.4.2018].

Interview

SCHELBAL, Lumír. 2018. Interview s advokátem specializujícím se na právo finančních trhů. Od roku 2000 se věnuje problematice kapitálových, finančních a dalších trhů v České republice. Pracoval v ATLANTIK finanční trhy, a.s., CYRRUS, a.s. a od roku 2007 má vlastní advokátní praxi. Brno 2. 2. 2018.

Zákony

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

Novela zákona o dluhopisech č. 172/2012 Sb.

Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu č. 204/2017 Sb.

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů.

Články v časopise

JUŠKOVÁ, Kamila. 2017. Jak se dojí Česko. *TÝDEN*. Praha: EMPRESA MEDIA, A.S. 50/2017. ISSN 1210-9940.

Seznam zkratk

ZDluh	Zákon o dluhopisech č. 190/2004 Sb.
ČNB	Česká národní banka
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
HZL	Hypoteční zástavní list
ZPKT	Zákon o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb.
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů

Seznam obrázků

Obrázek 1 - V grafu je zaznamenán počet všech schválených prospektů dluhopisů, základních prospektů dluhopisů, či základních prospektů HZL v letech 2010 – 2017. V roce 2010 byl schválen pouze jeden základní prospekt k HZL. Až od roku 2012 začal být o emisi dluhopisů s prospektem výraznější zájem než v předešlých letech. (str. 22)

Obrázek 2 - Vývoj počtu emisí dluhopisů v letech 2015 – 2017 a prvních třech měsících roku 2018, které *byli umístěny na server dluhopisy.cz od jeho založení do 31. března 2018 (příloha 1)*. (str. 34)

Obrázek 3 – Histogram zachycující počty emisí dluhopisů podle výše nominálních hodnot celé emise (v mil. Kč) inzerovaných na serveru dluhopisy.cz (Příloha 1). (str. 36)

Obrázek 4 - Histogram zachycující rozdělení dle ceny za 1 dluhopis u emisí dluhopisů (v tis. Kč) inzerovaných na serveru dluhopisy.cz. Do histogramu nebyla zařazena jedna emise, která měla nastavenou cenu za 1 dluhopis ve výši 250 tis. Kč, tudíž je v histogramu zachyceno dohromady 63 emisí dluhopisů (Příloha 1). (str. 22)

Obrázek 5 - Podíl oborů, ve kterých podnikají emitenti inzerující své dluhopisy na serveru dluhopisy.cz (*Příloha 2*). (str. 38)

Seznam tabulek

Tabulka 1 - Přehled střednědobých a dlouhodobých dluhopisů vydávaných na domácím a zahraničním trhu od roku 2012 do roku 2017. Dále je zaznamenán domácí a zahraniční dluh, a také podíl všech dluhopisů emitovaných státem ke krytí státního dluhu v České republice (MFČR, 2018b). (str. 14)

Tabulka 2 - Podíl vydávaných komunálních dluhopisů územními celky České republiky v letech 2010 – 2016 (MFČR, 2017). (str. 15)

Tabulka 3 - Aktuálně aplikované limity pro emise dluhopisů v režimu veřejné podlimitní nabídky, které jsou aktuálně aplikovány ve členských státech EU (MFČR, 2018a, s. 4). (str. 24)

Tabulka 4 - Porovnání nejdůležitějších parametrů základních režimů používaných při výdeji dluhopisů. (str. 28)

Tabulka 5 - Celkový počet všech emitentů a jejich rozdělení podle právní subjektivity, kteří inzerovali své emise dluhopisů na serveru dluhopisy.cz od jejího vzniku, až do 31. 3. 2018 (Příloha 1). (str. 35)

Tabulka 6 - Přehled statusů emisí dluhopisů inzerovaných na serveru dluhopisy.cz od jejího založení až do 31. 3. 2018. Tabulka obsahuje údaj o součtu objemů všech emisí, které byly kdy na serveru umístěny, průměrnou hodnotu jedné emise, a také průměrnou cenu 1 dluhopisu vypočtenou na základě analýzy všech 64 emisí, které byly v uvedeném časovém rozmezí inzerovány (Příloha 1). (str. 36)

Tabulka 7 - Základní přehled o serveru ceskedluhopisy.cz od jejího založení až do 31. 3. 2018 (Příloha 3). (str. 38)

Tabulka 8 – Průměrná výše úroku u emisí, které byly inzerovány na serveru dluhopisy.cz a jsou zastoupeny minimálně 4 emitenty podnikajícími ve stejném oboru (Příloha 1). (str. 40)

Seznam příloh

Příloha 1 (2 části) – Přehled základních informací o emisích jednotlivých dluhopisů, které byly umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz)

Příloha 2 (4 části) - Přehled základních informací o emitentech dluhopisů, pokud jich bylo možné získat, které byly umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz a justice.cz)

Příloha 3 – Přehled základních informací o emisích jednotlivých dluhopisů, které byly umístěny k inzerci na server ceskedluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: ceskedluhopisy.cz)

Přílohy

Příloha 1 (část 1/2) – Přehled základních informací o emisích jednotlivých dluhopisů, které byly umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz)

č.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 - Emitent; 2 - rok vzniku subjektu (je-li možné určit); 3 - rok emise; 4 - název emise											
5 - doba splatnosti dluhopisů od vydání emise; 6 - nominální hodnota emise; 7 - měna; 8 - cena 1 dluhopisu											
9 - úrok (% p. a.); 10 - podoba emise (listinný cenný papír, či zaknihovaný cenný papír); 11 - stav emise (úpis, upsaná, uzavřená)											
1.	Činžovní domy Praha, s.r.o.	2008	2016	Dluhopis Činžovní domy Praha	3	5 000 000 Kč	50 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	upsaná
2.	Činžovní domy Praha, s.r.o.	2008	2018	Dluhopis Činžovní domy Praha II	2	25 000 000 Kč	1 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	úpis
3.	Datové centrum IPS s.r.o.	2007	2017	Dluhopis Datové centrum IPS 8_20/2020	3	25 000 000 Kč	25 000 Kč	8,20	8,20	Listinný	úpis
4.	Lesy Šedivý s.r.o.	2004	2018	Lesy Šedivý 7,60/2020	2	5 000 000 Kč	25 000 Kč	7,60	7,60	Listinný	úpis
5.	LIPERAS CAPITAL GROUP s.r.o.	2016	2017	Dluhopis LIPERAS	2	25 000 000 Kč	25 000 Kč	9,50	9,50	Listinný	úpis
6.	Mia SE	2013	2018	Czech Wi-Fi pass 2020	2,5	10 000 000 Kč	50 000 Kč	8,40	8,40	Listinný	úpis
7.	MIRELINA COMPANYY s.r.o.	2006	2017	Dluhopis MIRELINA 8/2020	3	20 000 000 Kč	50 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	úpis
8.	NORWOOD s.r.o.	2015	2018	NORWOOD I	2	12 000 000 Kč	50 000 Kč	9,60	9,60	Listinný	úpis
9.	Office-Leasing s.r.o.	2017	2018	Dluhopis Office Leasing 8,80/2020	2	18 000 000 Kč	50 000 Kč	8,80	8,80	Listinný	úpis
10.	PAPEK s.r.o.	2000	2018	Dluhopis PAPEK 8/2021	3	10 000 000 Kč	40 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	úpis
11.	RealtyPozitivně s.r.o.	2017	2017	RealtyPozitivně 9/2020	3	20 000 000 Kč	50 000 Kč	9,00	9,00	Listinný	úpis
12.	RESPILON Group s.r.o.	2010	2018	RESPILON české nanovlákn	2	14 000 000 Kč	40 000 Kč	8,50	8,50	Listinný	úpis
13.	SEDMA Praha, spol. s r.o.	1991	2017	Sedma Praha s.r.o.	2	22 000 000 Kč	50 000 Kč	9,10	9,10	Listinný	úpis
14.	SHIF18 s.r.o.	2014	2017	OPTI 8/2020	3	10 000 000 Kč	50 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	úpis
15.	Sponge Factory Czech s.r.o.	2017	2018	Factory Czech I.	2	20 000 000 Kč	25 000 Kč	9,90	9,90	Listinný	úpis
16.	Start Up Bydlení v.o.s.	2015	2017	STARTUPBYDLENÍ.cz 8 %	2,3	25 000 000 Kč	50 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	úpis
17.	SUPER-ČTYRKOOLKY s.r.o.	2008	2017	Dluhopis SAKI – výnos 7,7% p.a.	4	15 000 000 Kč	25 000 Kč	7,70	7,70	Listinný	úpis
18.	T&T Bohemia invest a.s.	2017	2017	Dluhopis T&T CZ 9/2020	3,5	25 000 000 Kč	100 000 Kč	9,00	9,00	Listinný	úpis
19.	TEPfaktor 2, s.r.o.	2014	2017	Dluhopis TEPfaktor 2, 7/2020	3	24 000 000 Kč	50 000 Kč	7,00	7,00	Listinný	úpis
20.	TRILOAD Invest s.r.o.	2013	2017	Dluhopis TRILOAD 9% / 2019	2,5	12 000 000 Kč	20 000 Kč	9,00	9,00	Listinný	upsaná
21.	TRILOAD Invest s.r.o.	2013	2018	Dluhopis AKTIVNÍ INVESTICE 8,1 % / 2020	2,3	12 000 000 Kč	20 000 Kč	8,10	8,10	Listinný	úpis
22.	UOL a.s.	2010	2018	Účetnictví on-line 5,6/2021	3	20 000 000 Kč	50 000 Kč	5,60	5,60	Listinný	úpis
23.	BE 2025 s.r.o.	2017	2018	Dluhopis BE 2025 s.r.o. 8 %	1,5	3 000 000 Kč	50 000 Kč	8,00	8,00	Listinný	úpis
24.	2M INVEST Ltd.	...	2017	Reální dluhopisy	2	10 000 000 Kč	100 000 Kč	7,00	7,00	Listinný	upsaná
25.	A G R O K O N T R A K T s.r.o.	1993	2017	Dluhopisy AGCT-2017/01	5	26 000 000 Kč	10 000 Kč	Přibor + 5,1	Přibor + 5,1	Listinný	uzavřená
26.	ABC Služby s.r.o.	2008	2017	Domov pro seniory Oáza	2	15 000 000 Kč	50 000 Kč	9,10	9,10	Listinný	upsaná
27.	ABC Služby s.r.o.	2008	2016	Dluhopis „ABC Služby“	2,5	10 000 000 Kč	2,5 000 Kč	9,10	9,10	Listinný	upsaná
28.	Miroslav Richtář	...	2017	Dluhopis Autoservis Miroslav Richtář	2	12 000 000 Kč	25 000 Kč	9,10	9,10	Listinný	upsaná
29.	Capital for you s.r.o.	2015	2017	Dluhopis Capital for you 9/2018	1,5	22 000 000 Kč	50 000 Kč	9,00	9,00	Listinný	upsaná
30.	Crane Capital a.s.	2016	2017	Crane GARANT 8,40%	2	25 000 000 Kč	100 000 Kč	8,40	8,40	Listinný	upsaná
31.	Crane Health & Beauty s.r.o.	2017	2017	Crane HEALTH 7,2/36	3	20 000 000 Kč	10 000 Kč	7,20	7,20	Listinný	uzavřená
32.	Creditmall s.r.o.	2011	2017	Creditmall 7,3% p.a.	3	14 000 000 Kč	50 000 Kč	7,30	7,30	Listinný	upsaná

**Příloha 1 (část 2/2) – Přehled základních informací o emisích jednotlivých dluhopisů, které
byli umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března
2018. (zdroj: dluhopisy.cz)**

1 - Emitent; 2 - rok vzniku subjektu (je-li možné určit); 3 - rok emise; 4 - název emise 5 - doba splatnosti dluhopisů od vydání emise; 6 - nominální hodnota emise; 7 - měna; 8 - cena 1 dluhopisu 9 - úrok (% p. a.); 10 - podoba emise (listinný cenný papír, či zaknihovaný cenný papír); 11 - stav emise (úpis, upsaná, uzavřená)											
33.	Česká Whisky, s.r.o.	2015	2017	Česká Whisky Distillery 8,1%	3	15 000 000	Kč	50 000	8,10	Listinný	uzavřená
34.	GB Advisory a.s.	2007	2016	Dluhopis GB Advisory 2016	2	10 000 000	Kč	25 000	8,50	Listinný	upsaná
35.	Grosman & Beinhauer SE	2015	2017	Dluhopis Grosman & Beinhauer SE II	2	10 000 000	Kč	50 000	9,00	Listinný	uzavřená
36.	Grosman & Beinhauer SE	2015	2016	Dluhopis Grosman & Beinhauer SE I	2	10 000 000	Kč	50 000	10,00	Listinný	upsaná
37.	Hypoteční kancelář s.r.o.	1994	2016	Hypoteční kancelář 5/2021	5	25 000 000	Kč	10 000	5,00	Listinný	upsaná
38.	Ideall s.r.o.	2016	2017	Ideall - 2017/8,30	3	8 000 000	Kč	50 000	8,30	Listinný	uzavřená
39.	Invest Gates Group s.r.o.	2008	2017	Dluhopis I.G.G. METAL 8/2019	2,5	15 000 000	Kč	100 000	8,00	Listinný	uzavřená
40.	Invest Gates Group s.r.o.	2009	2017	Dluhopis I.G.G. BYTOVÉ DOMY 6,6/2020	3,5	10 000 000	Kč	100 000	6,60	Listinný	uzavřená
41.	Jaroslav Dvořák	...	2017	Dluhopisy Dvořák 2017	2	10 000 000	Kč	25 000	9,00	Listinný	upsaná
42.	Jaroslav Dvořák	...	2018	Dluhopisy Dvořák 2018	2	10 000 000	Kč	25 000	10,00	Listinný	upsaná
43.	KR REAL s.r.o.	2012	2018	Dluhopis KR REAL 2020	2	12 000 000	Kč	50 000	9,30	Listinný	upsaná
44.	KR REAL s.r.o.	2012	2017	Dluhopis KR REAL 2019	2,2	12 000 000	Kč	50 000	9,30	Listinný	upsaná
45.	KRC partners s.r.o.	2011	2017	KRC partners 7/2020	3	4 000 000	Kč	50 000	7,00	Listinný	upsaná
46.	K&K Invest Group s.r.o.	2006	2017	Dluhopis K&K Invest Group	2	7 000 000	Kč	50 000	8,00	Listinný	upsaná
47.	MAGCRETE s.r.o.	2000	2017	Dluhopis MAGCRETE 2020	3	5 000 000	Kč	50 000	7,50	Listinný	upsaná
48.	MARKET BALANCE s.r.o.	2015	2015	Dluhopis MARKET BALANCE II. 9/18	3	5 000 000	Kč	10 000	9,00	Listinný	upsaná
49.	MARKET BALANCE s.r.o.	2015	2017	Dluhopis Domky v Beskydech	2,5	15 000 000	Kč	25 000	9,00	Listinný	upsaná
50.	MAURICE Bohemia, s.r.o.	2011	2017	MAURICE I.	2	25 000 000	Kč	25 000	9,90	Listinný	upsaná
51.	Na Doubkové 2, s.r.o.	2017	2017	Na Doubkové 8,5/19	2,5	12 500 000	Kč	50 000	8,50	Listinný	upsaná
52.	Neuron online s.r.o.	2006	2017	Neuron online 7,5%/2020	3	2 000 000	Kč	50 000	7,50	Listinný	upsaná
53.	Peculium Soft s.r.o.	2009	2015	PECULIM SOFT 2015 - I.	2,8	25 000 000	Kč	5 000	6,50	Listinný	uzavřená
54.	Petr Štěpánek	...	2018	ŠtěpánekAuto - 7,7% p.a.	3	10 000 000	Kč	50 000	7,70	Listinný	upsaná
55.	Petr Štěpánek	...	2016	ŠtěpánekAuto II - 6,5% p.a.	1,5	5 000 000	Kč	50 000	6,50	Listinný	upsaná
56.	Petr Štěpánek	...	2016	ŠtěpánekAuto I - 5,3% p.a.	3	4 000 000	Kč	25 000	5,30	Listinný	upsaná
57.	Prago Investment a.s.	2015	2016	Prago Investment 8,1% / 2018	2	22 000 000	Kč	100 000	8,10	Listinný	uzavřená
58.	Prago Investment a.s.	2015	2016	Prago Investment 5,7% / 2019	3	5 000 000	Kč	50 000	5,70	Listinný	uzavřená
59.	Premiot Group, a.s.	2015	2016	Premiot Group 8,5/19	3	8 500 000	Kč	50 000	8,50	Listinný	upsaná
60.	REMAIND s.r.o.	2010	2016	Dluhopis REMAIND 2016	2	25 000 000	Kč	50 000	8,00	Listinný	upsaná
61.	Římská 1222/33 s.r.o.	2008	2016	Dluhopis Římská 1222/33	6	20 000 000	Kč	20 000	6,00	Listinný	uzavřená
62.	SENSE Vital Air s.r.o.	2017	2018	Dluhopis SENSE Vital Air 9%	2,5	5 000 000	Kč	25 000	9,00	Listinný	upsaná
63.	SNAPCORE a.s.	2017	2017	Dluhopis SNAPCORE 2017	3	25 000 000	Kč	250 000	7,45	Listinný	uzavřená
64.	WEBIMEX Ltd.	2016	2018	Dluhopis WEBIMEX 9,2/2020	2,5	3 000 000	Kč	30 000	9,20	Listinný	upsaná

Příloha 2 (část 1/4) - Přehled základních informací o emitentech dluhopisů, pokud jich bylo možné získat, které byly umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz a justice.cz)

1 - název emitenta; 2 - obor emitenta (dostupné z dluhopisy.cz); 3 - rok poslední veřejně dostupné závěrky z justice.cz								
4 - roční obrát emitenta (v uvedeném roce); 5 - aktiva emitenta (v uvedeném roce)								
6 - základní kapitál emitenta (dostupné z justice.cz); 7 - název emise; 8 - datum emise dluhopisů								
č.	1	2	3	4	5	6	7	8
1	Činžovní domy Praha, s.r.o.	Reality	2015	0,00 Kč	160 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis Činžovní domy Praha	1.12.2016
2	Činžovní domy Praha, s.r.o.	Reality	2015	0,00 Kč	160 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis Činžovní domy Praha II	8.3.2018
3	Datové centrum IPS s.r.o.	IT technologie	Nejsou	Nejsou	Nejsou	200 000,00 Kč	Dluhopis Datové centrum IPS 8,20/2020	10.11.2017
4	Lesy Šedivý s.r.o.	Lesnictví	2013	4 508 000,00 Kč	8 834 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Lesy Šedivý 7,60/2020	1.2.2018
5	LIPERAS CAPITAL GROUP s.r.o.	Finance	Nejsou	Nejsou	Nejsou	200 000,00 Kč	Dluhopis LIPERAS	24.4.2017
6	Mia SE	IT technologie	2016	nejsou	6 751 000,00 Kč	3 114 000,00 Kč	Czech Wi-Fi pass 2020	1.2.2018
7	MIRELINA COMPANY s.r.o.	Development	2012	13 584 000,00 Kč	10 822 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis MIRELINA 8/2020	1.9.2017
8	NORWOOD s.r.o.	Stavebnictví	nejsou	nejsou	nejsou	200 000,00 Kč	NORWOOD I	15.1.2018
9	Office-Leasing s.r.o.	Reality	Nejsou	Nejsou	Nejsou	100 000,00 Kč	Dluhopis Office Leasing 8,80/2020	1.3.2018
10	PAPEK s.r.o.	Zemědělství	2016	2 960 000,00 Kč	1 554 000,00 Kč	300 000,00 Kč	Dluhopis PAPEK 8/2021	1.3.2018
11	RealityPozitivně s.r.o.	Reality	nejsou	nejsou	nejsou	1 000,00 Kč	RealityPozitivně 9/2020	1.9.2017
12	RESPILON Group s.r.o.	Zdravotnictví	2016	7 534 000,00 Kč	3 418 000,00 Kč	200 000,00 Kč	RESPILON české nanovlátko	15.2.2018
13	SEDMA Praha, spol. s r.o.	Reality	nejsou	nejsou	nejsou	140 000,00 Kč	Sedma Praha s.r.o.	20.8.2017
14	SHIF18 s.r.o.	Zdravotnictví	nejsou	nejsou	nejsou	1 000,00 Kč	OPTI 8/2020	1.9.2017
15	Sponge Factory Czech s.r.o.	Strojrenství	nejsou	nejsou	nejsou	100 000,00 Kč	Factory Czech I.	1.2.2018
16	Start Up Bydlení v.o.s.	Reality	nejsou	nejsou	nejsou	...	STARTUPBYDLENÍ.c z 8 %	1.9.2017
17	SUPER-ČTYŘKOLKY s.r.o.	obchod	2016	17 181 000,00 Kč	17 519 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis S4KI – výnos 7,7% p.a.	1.10.2017

Příloha 2 (část 2/4) - Přehled základních informací o emitentech dluhopisů, pokud jich bylo možné získat, které byli umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz a justice.cz)

1 - název emitenta; 2 - obor emitenta (dostupné z dluhopisy.cz); 3 - rok poslední veřejně dostupné závěrky z justice.cz								
4 - roční obrát emitenta (v uvedeném roce); 5 - aktiva emitenta (v uvedeném roce)								
6 - základní kapitál emitenta (dostupné z justice.cz); 7 - název emise; 8 - datum emise dluhopisů								
č.	1	2	3	4	5	6	7	8
18	T&T Bohemia invest a.s.	IT technologie	nejdou	nejdou	nejdou	2 000 000,00 Kč	Dluhopis T&T CZ 9/2020	1.7.2017
19	TEPFaktor 2. s.r.o.	Zábavní průmysl	2016	nejdou	2 966 000,00 Kč	100,00 Kč	Dluhopis TEPFaktor 2. 7/2020	1.10.2017
20	TRILOAD Invest s.r.o.	Zdravotnictví	2013	0,00 Kč	200 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis TRILOAD 9% / 2019	30.6.2017
21	TRILOAD Invest s.r.o.	Zdravotnictví	2013	0,00 Kč	200 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis AKTIVNÍ INVESTICE 8,1 % / 2020	1.2.2018
22	UOL a.s.	Účetnictví	2016	4 848 000,00 Kč	4 242 000,00 Kč	2 000 000,00 Kč	Účetnictví on-line 5,6/2021	15.1.2018
23	BE 2025 s.r.o.	Cestovní ruch	nejdou	nejdou	nejdou	200 000,00 Kč	Dluhopis BE 2025 s.r.o. 8 %	15.3.2018
24	2M INVEST Ltd.	Reality	nejdou	nejdou	nejdou	...	Realitní dluhopisy	1.1.2017
25	AGROKONTRA K.T s.r.o.	Zemědělství	2016	...	6 965 000,00 Kč	5 200 000,00 Kč	Dluhopisy AGCT-2017/01	1.2.2017
26	ABC Služby s.r.o.	Stavebnictví	2009	1 608 000,00 Kč	363 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Domov pro seniory Oáza	15.6.2017
27	ABC Služby s.r.o.	Stavebnictví	2009	1 608 000,00 Kč	363 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis „ABC Služby“	1.12.2016
28	Miroslav Richtár	Automobilový	...	...	...	...	Dluhopis Autoservis Miroslav Richtár	1.4.2017
29	Capital for you s.r.o.	Development	2016	209 000,00 Kč	459 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Dluhopis Capital for you 9/2018	1.7.2017
30	Crane Capital a.s.	Energetika	2016	1 000,00 Kč	706 000,00 Kč	2 000 000,00 Kč	Crane GARANT 8,40%	1.1.2017
31	Crane Health & Beauty s.r.o.	Zdravotnictví	...	...	...	1 000 000,00 Kč	Crane HEALTH 7,2/36	1.5.2017
32	Creditmall s.r.o.	Finance	2012	25 000,00 Kč	212 000,00 Kč	21 200 000,00 Kč	Creditmall 7,3% p.a.	1.8.2017
33	Česká Whisky, s.r.o.	Lihovarnictví	2016	961 000,00 Kč	2 030 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Česká Whisky Distillery 8,1%	15.5.2017

Příloha 2 (část 3/4) - Přehled základních informací o emitentech dluhopisů, pokud jich bylo možné získat, které byly umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz a justice.cz)

1 - název emitenta; 2 - obor emitenta (dostupné z dluhopisy.cz); 3 - rok poslední veřejně dostupné závěrky z justice.cz							
4 - roční obrát emitenta (v uvedeném roce); 5 - aktiva emitenta (v uvedeném roce)							
6 - základní kapitál emitenta (dostupné z justice.cz); 7 - název emise; 8 - datum emise dluhopisů							
č.	1	2	3	4	5	6	8
34	GB Advisory a.s.	Finance	2015	763 000,00 Kč	4 928 000,00 Kč	2 000 000,00 Kč	Dluhopis GB Advisory 2016 15.11.2016
35	Grosman & Beinbauer SE	IT technologie	nejdou	nejdou	nejdou	3 070 000,00 Kč	Dluhopis Grosman & Beinbauer SE II 1.5.2017
36	Grosman & Beinbauer SE	IT technologie	nejdou	nejdou	nejdou	3 070 000,00 Kč	Dluhopis Grosman & Beinbauer SE I 30.4.2016
37	Hypoteční kancelář s.r.o.	Finance	2015	2 143 000,00 Kč	4 053 000,00 Kč	580 000,00 Kč	Hypoteční kancelář 5/2021 1.1.2016
38	Ideall s.r.o.	Oděvní	2016	nejdou	4 224 000,00 Kč	10 000,00 Kč	Ideall - 2017/8,30 1.7.2017
39	Invest Gates Group s.r.o.	Stavebnictví	2014	56 968 000,00 Kč	14 965,00 Kč	1 000 000,00 Kč	Dluhopis I.G.G. METAL 8/2019 1.6.2017
40	Invest Gates Group s.r.o.	Stavebnictví	2014	56 968 000,00 Kč	14 965,00 Kč		Dluhopis I.G.G. BYTOVÉ DOMY 6,6/2020 1.6.2017
41	Jaroslav Dvořák	Dřevovýroba	...	...	...	...	Dluhopisy Dvořák 2017 19.5.2017
42	Jaroslav Dvořák	Dřevovýroba	...	...	...	...	Dluhopisy Dvořák 2018 1.1.2018
43	KR REAL s.r.o.	Potravinářství	2016	14 257 000,00 Kč	5 068 000,00 Kč	2 000 000,00 Kč	Dluhopis KR REAL 2020 1.2.2018
44	KR REAL s.r.o.	Potravinářství	2016	14 257 000,00 Kč	5 068 000,00 Kč	2 000 000,00 Kč	Dluhopis KR REAL 2019 1.11.2017
45	KRC partners s.r.o.	Obehod	2016	10 165 000,00 Kč	2 968 000,00 Kč	200 000,00 Kč	KRC partners 7/2020 15.5.2017
46	K&K Invest Group s.r.o.	Reality	2015	...	114 246,00 Kč	3 700 000,00 Kč	Dluhopis K&K Invest Group 15.7.2017
47	MAGICRETE s.r.o.	Stavebnictví	nejdou	nejdou	nejdou	100 000,00 Kč	Dluhopis MAGICRETE 2020 1.11.2017
48	MARKET BALANCE s.r.o.	Reality	nejdou	nejdou	nejdou	200 000,00 Kč	Dluhopis MARKET BALANCE II, 9/18 11.11.2015
49	MARKET BALANCE s.r.o.	Reality	nejdou	nejdou	nejdou	200 000,00 Kč	Dluhopis Domky v Beskydech 1.5.2017

Příloha 2 (část 4/4) - Přehled základních informací o emitentech dluhopisů, pokud jich bylo možné získat, které byly umístěny k inzerci na server dluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: dluhopisy.cz a justice.cz)

1 - název emitenta; 2 - obor emitenta (dostupné z dluhopisy.cz); 3 - rok poslední veřejně dostupné závěrky z justice.cz								
4 - roční obrát emitenta (v uvedeném roce); 5 - aktiva emitenta (v uvedeném roce)								
6 - základní kapitál emitenta (dostupné z justice.cz); 7 - název emise; 8 - datum emise dluhopisů								
č.	1	2	3	4	5	6	7	8
50	MAURICE Bohemia, s.r.o.	Stavebnictví	2016	4 786 000,00 Kč	1 002 000,00 Kč	200 000,00 Kč	MAURICE I.	20.4.2017
51	Na Doubkové 2, s.r.o.	Reality	nejdou	nejdou	nejdou	20 000,00 Kč	Na Doubkové 8,5/19	25.4.2017
52	Neuron online s.r.o.	Telekomunikace	2016	5 210 000,00 Kč	3 881 000,00 Kč	200 000,00 Kč	Neuron online 7,5%/2020	1.10.2017
53	Peculium Soft s.r.o.	Finance	2014	1 240 000,00 Kč	507 000,00 Kč	200 000,00 Kč	PECULIM SOFT 2015 - I.	1.12.2015
54	Petr Štěpánek	Automobilový	...	...	...	...	ŠtěpánekAuto - 7,7% p.a.	1.3.2018
55	Petr Štěpánek	Automobilový	...	...	...	...	ŠtěpánekAuto II - 6,5% p.a.	15.11.2016
56	Petr Štěpánek	Automobilový	...	...	...	...	ŠtěpánekAuto I - 5,3% p.a.	10.6.2016
57	Prago Investment a.s.	Reality	nejdou	nejdou	nejdou	2 000 000,00 Kč	Prago Investment 8,1% / 2018	1.8.2016
58	Prago Investment a.s.	Reality	nejdou	nejdou	nejdou	2 000 000,00 Kč	Prago Investment 5,7% / 2019	1.8.2016
59	Premiot Group, a.s.	Reality	2015	6 768 000,00 Kč	56 078 000,00 Kč	52 000 000,00 Kč	Premiot Group 8,5/19	1.10.2016
60	REMAIND s.r.o.	Finance	nejdou	nejdou	nejdou	60 200 000,00 Kč	Dluhopis REMAIND 2016	1.8.2016
61	Římská 1222/33 s.r.o.	Reality	2015	3 218 000,00 Kč	95 117 000,00 Kč	2 500 000,00 Kč	Dluhopis Římská 1222/33	23.5.2016
62	SENSE Vital Air s.r.o.	Elektrotechnický	nejdou	nejdou	nejdou	1 000,00 Kč	Dluhopis SENSE Vital Air 9%	1.1.2018
63	SNAPCORE a.s.	Finance	nejdou	nejdou	nejdou	2 000 000,00 Kč	Dluhopis SNAPCORE 2017	1.2.2017
64	WEBIMEX Ltd.	Obchod	...	...	...	1000 liber	Dluhopis WEBIMEX 9,2/2020	1.1.2018

Příloha 3 – Přehled základních informací o emisích jednotlivých dluhopisů, které byli umístěny k inzerci na server ceskedluhopisy.cz v období od jeho založení až do 31. března 2018. (zdroj: ceskedluhopisy.cz)

č.	1 - název emitenta; 2 - rok vzniku subjektu (je-li možné zjistit); 3 - název emise; 4 - rok emise													
	5 - nominální hodnota emise v Kč; 6 - cena 1 dluhopisu; 7 - úrok (v % p. a.); 8 - doba splatnosti; 9 - podoba dluhopisu													
	10 - měna; 11 - typ nabídky; 12 - vyhotovený prospekt? 13 - stav emise; 14 - Je emise umístěna i na serveru dluhopisy.cz?													
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1	Charles Bridge Real Estate a.s.	2017	Charles Bridge RE 5/2022	2017	25 000 000	100 000	5%	5	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	není
2	REAL KREDIT a.s.	2000	Český autosalon 2022	2017	25 000 000	50 000	6,20%	5	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	není
3	Real Luxembourg s.r.o.	2016	Real Luxembourg 03/2021 D	2018	7000000	1000 ale hromadný	6,50%	3	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	není
4	Crane Health & Beauty s.r.o.	2017	Crane HEALTH 7.2 / 36	2017	20000000	10000	7,20%	3	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	JE
5	TRILOAD Invest ALFA s.r.o.	2013	Dluhopis TRILOAD ALFA 7,8%/2020	2017	25000000	20000	7,80%	3	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	není
6	Satori Capital s.r.o.	2013	Rodinné hodnoty 7,2/36	2017	až 25000000	10000 ale hromadný po 5 ks	7,20%	3	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	není
7	ČPH ENERGY s.r.o.	2014	Energetický dodavatel 7,8/24	2018	25000000	5000	7,80%	2	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	úpis	není
8	ENTEf group s.r.o.	2009	Energetika a osvětlení 7,8/36	2017	25000000	5000 avšak prodávány po 10 ks	7,80%	3	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	upsaná	není
9	Český průmyslový holding a.s.	2003	Malý český průmysl	2017	26000000	10000, ale je hromadný	7,20%	2	Listinný cenný papír	Kč	Věřejná	ne	upsaná	není