



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY JAKO ZDROJ FINANCOVÁNÍ ROZVOJOVÝCH PROJEKTŮ

CORPORATE BONDS AS A SOURCE OF FINANCING FOR DEVELOPMENT PROJECTS

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

BACHELOR'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Tomáš Hruška

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

BRNO 2020

Zadání bakalářské práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Student:	Tomáš Hruška
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Ekonomika podniku
Vedoucí práce:	Ing. Roman Ptáček, Ph.D.
Akademický rok:	2019/20

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává bakalářskou práci s názvem:

Korporátní dluhopisy jako zdroj financování rozvojových projektů

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je navrhnout řešení externího financování rozvojového projektu firmy prostřednictvím korporátních dluhopisů.

Základní literární prameny:

COTTLE, Sidney, MURRAY, R. F. a BLOCK, F. E. Analýza cenných papírů. Praha: Victoria Publishing, 1993. 513 s. ISBN 80-85605-74-0.

DOSTÁL, Petr. Pokročilé metody rozhodování v podnikatelství a veřejné správě. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2012. 713 s. ISBN 978-80-7204-798-7.

MISHKIN, Frederic s. The economics of money, banking and financial markets. 10th. Ed. Upper Saddle River (NJ): Pearson Education, 2013. 622 s., Příl. The Pearson series in economics. ISBN 0-13-277024-5.

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy, 4. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

ŽÁČEK, Bohdan. Dluhopisy a jejich význam pro podnikatelskou praxi. Praha, 2012. Rigorózní práce. Univerzita Karlova, Právnická fakulta, Katedra obchodního práva. Vedoucí práce Zahradníčková, Marie.

Termín odevzdání bakalářské práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2019/20

V Brně dne 29.2.2020

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Bakalářská práce se zabývá externím financováním rozvojového projektu firmy prostřednictvím dluhopisů. Tato práce shrnuje klíčové vlastnosti dluhopisů a osvětluje jejich uvedení na trh. Také přispívá vedení podniku ve vypracování návrhu řešení zadaného projektu na nemovitostním trhu.

Abstract

This dissertation discusses external financing for a corporate development project using bonds. It summarises key characteristics of bonds and outlines their emission. It also contributes to the organisation's board of directors' by providing a strategy for its development project in the property market.

Klíčová slova

Dluhopisy, externí financování, investice, emise, finanční trhy, nemovitosti

Keywords

Bonds, external financing, investment, emission, financial markets, property

Bibliografická citace

HRUŠKA, Tomáš. *Korporátní dluhopisy jako zdroj financování rozvojových projektů*. Brno, 2020. Dostupné také z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/125730>.
Bakalářská práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Ing. Roman Ptáček, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená bakalářská práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 23. srpna 2020

.....

podpis studenta

Poděkování

Děkuji vedoucímu bakalářské práce Ing. Romanu Ptáčkovi, Ph.D. za konzultace a připomínky a také mé sestře Michaele Hruškové MA, MRes za cenné rady, které mi velmi pomohly k vypracování této bakalářské práce.

OBSAH

Obsah	12
Úvod.....	11
Cíle práce.....	13
Metodologie.....	14
Struktura práce.....	14
1 Teoretická východiska financování podniku	15
1.1 Úrok.....	15
1.1.1 PRIBOR	15
1.1.2 Inflace	16
1.1.3 Nominální x Reálná úroková sazba	16
1.2 Česká národní banka	17
1.2.1 Měnová politika	17
1.2.2 Prognóza	18
1.2.3 Nástroje.....	19
1.2.4 Promítnutí do ekonomiky	20
1.3 Financování podniku.....	20
1.3.1 Vlastnický původ	22
1.3.2 Doba splatnosti	22
1.3.3 Pravidelnost financování.....	23
1.3.4 Externí a interní zdroje	23
1.3.5 Měna	24
1.4 Možnosti financování v závislosti na životním cyklu.....	25
1.4.1 Založení podniku	25
1.4.2 Růst podniku	26
1.4.3 Stabilizace	26
1.4.4 Krize.....	26

1.5	Investiční rozhodování	27
1.5.1	Komplexní hodnocení investičního záměru	27
1.5.2	Fáze projektu.....	27
2	Dluhopisy jako zdroj financování.....	31
2.1	Dluhopis	31
2.2	Členění dluhopisů.....	31
2.2.1	Krátkodobé dluhopisy	32
2.2.2	Dlouhodobé dluhopisy	33
2.3	Náležitosti dluhopisů.....	36
2.4	Uvedení dluhopisů na trh	37
2.4.1	Příprava vydání emise dluhopisů	37
2.4.2	Zahájení emise dluhopisů	41
2.4.3	Poplatky spojené s emisí.....	43
2.5	Výhody a nevýhody dluhopisů.....	43
3	Analýza aktuálního vývoje finančního trhu.....	45
3.1	Makroekonomická data	45
3.2	Úrokové sazby.....	47
3.2.1	Vývoj repo sazby	47
3.2.2	Vývoj sazby PRIBOR.....	49
3.2.3	Prognóza	50
3.3	Kapitálové trhy.....	52
3.3.1	Dluhopisy svět	53
3.3.2	Dluhopisy ČR	54
3.3.3	Dluhopisové podílové fondy.....	55
3.4	Nemovitostní trhy.....	56
3.4.1	Kanceláře	57
3.4.2	Retail.....	59

3.4.3	Průmysl a logistika.....	60
3.5	SWOT Analýza	62
4	Návrh řešení financování rozvojového projektu prostřednictvím korporátních dluhopisů.....	65
4.1	Parametry dluhopisu.....	65
4.1.1	Délka splatnosti.....	65
4.1.2	Typ sazby	66
4.1.3	Výnos	67
4.1.4	Rozdělení emise a způsob splacení.....	68
4.1.5	Zajištění	68
4.1.6	Zvláštní vlastnosti a trh.....	69
4.2	Perspektiva investora	69
4.3	Harmonogram emise	70
4.4	Nákladovost konkrétní emise	72
	Závěr	74
	Seznam použitých zdrojů.....	75
	Seznam grafů	77
	Seznam obrázků.....	78
	Seznam tabulek.....	79

ÚVOD

Tématem bakalářská práce jsou korporátní dluhopisy jako zdroj financování rozvojových projektů. Jedná se o jednu z možností externího financování firem a podnikatelských záměrů. Pro rozvojové projekty firmy vždy nemusí stačit vlastní kapitál a je třeba zvolit variantu externích zdrojů. Může se jednat o inovaci, expanzi na další trhy nebo čistě investici do rozvoje.

Ve světě, a i v České republice je nejrozšířenější formou financování bankovní úvěr. Dluhopisy jsou jejich alternativou a veřejnost o nich nemá takové povědomí, jaké by si zasluhovaly. Tato práce se nimi zabývá a vyhodnocuje jejich vhodnost využití na zamýšlený rozvojový projekt z konkurenčních důvodů nejmenované společnosti.

Hlavním cílem této bakalářské práce je navrhnout managementu podniku řešení externího financování rozvojového projektu dané firmy prostřednictvím korporátních dluhopisů. V souvislosti s tímto cílem bude vyhodnocena vhodnost zvolené varianty financování a rozvojového projektu obecně.

Firma působí delší dobu na českém trhu s nemovitostmi, konkrétně kancelářských prostor. Má stabilní finanční zázemí a spravuje široké portfolio nemovitostí. V rámci expanze je střednědobým cílem firmy diverzifikovat své nemovitostní portfolio do nájemního bydlení. Má identifikovanou akviziční příležitost, která pro ni znamená strategicky důležitý rozvojový projekt. Protože se jedná expanzi o hodnotě 1 miliardě korun, firma již probrala způsob financování s externí poradenskou firmou.

Po úvodní konzultaci s externí poradenskou firmou zadávající společnost zvažuje poprvé využití dluhopisového financování. Tato bakalářská práce zpracovává návrh řešení externího financování daného rozvojového projektu prostřednictvím korporátních dluhopisů. Firma má zájem o nastínění strategie při využití vybraného řešení, včetně analýzy aktuálního vývoje na klíčových trzích a celkového posouzení zamýšleného projektu.

Zadávací společnost z důvodu možných konkurenčních obav nesdělila veškeré nutné informace k detailnímu rozboru daného záměru (jedná se o proprietární a důvěrné informace). Proto se tato práce věnovala především vypracování návrhu řešení financování tohoto projektu.

Nejprve se zaměří na představení teoretických východisek financování podniku a jeho rozvojových projektů, společně s rolí úrokových sazeb a České národní banky na finančních trzích. Následně se přesune na shrnutí informací o tomto finančním instrumentu a jeho uvedení na trh. Tento trh poté, společně s trhem celosvětovým analyzuje a vyhodnotí celkovou vhodnost projektu.

Pro posouzení vhodnosti využije SWOT analýzu a v návaznosti stanoví klíčové parametry dluhopisu na míru pro danou společnost a její zamýšlený projekt. Využije také zkušeností autora v oboru finančních trhů, konkrétně podnikání na kapitálových trzích. Tyto zkušenosti přenesou na zhodnocení vytvořeného produktu také ze strany investora. Pro emisi dluhopisů bude stanoven harmonogram a určeny předběžné náklady.

Celá tato práce bere v potaz pandemii COVID-19 a její vliv na trh nemovitostí.

Cíle práce

Globálním cílem bakalářské práce je navrhnout managementu podniku řešení externího financování rozvojového projektu firmy působícím na nemovitostním trhu prostřednictvím korporátních dluhopisů. Tyto finance plánuje použít na strategické akviziční příležitosti v oblasti nájemního bydlení.

Pro dosažení tohoto globálního cíle jsem si stanovil dva následující parciální cíle:

- 1) Prvním parciálním cílem je teoretická analýza dluhopisů a jejich uvedení na trh.
- 2) Druhým parciálním cílem je analýza soudobých podmínek na finančním trhu s důrazem na nemovitostní trh v České republice.

Metodologie

K úspěšnému zpracování této bakalářské práce budou využity standardně používané vědecké metody, které se uplatňují v širokém spektru oborů.

Při řešení prvního parciálního cíle bude použita metoda teoretické analýzy, která bude využita pro srovnání možností dluhopisového financování. Zaměří se na představení základních vlastností dluhopisů a jejich emise pro vedení zadávajícího podniku.

V rámci řešení druhého parciálního cíle bude využita metoda tržní analýzy, která bude zaměřena na výběr aktuální nabídky na trhu jak ve světě, tak v ČR. Dále analyzuje vývoj na kapitálovém trhu v ČR společně s trhem nemovitostí.

Závěrem budou dosažené teoretické základy syntetizovány a po zvážení situace na finančním trhu a v sektoru nemovitostí bude vypracován návrh pro financování rozvojového projektu pro zadávající firmy prostřednictvím korporátních dluhopisů.

Struktura práce

Tato práce je strukturována následovně: Nejprve představím teoretická východiska financování podniku a jeho rozvojových projektů. Po vyjasnění teoretických východisek adresuji první parciální cíl a zaměřím se na teoretickou analýzu dluhopisů a jejich (ne)výhod. Dále pak analyzuji současné podmínky na finančním trhu s důrazem na nemovitostní trh v ČR a poté vyhodnotím vhodnost zadaného projektu pro dluhopisové financování. Ve čtvrté kapitole vypracuji návrh řešení financování daného rozvojového projektu prostřednictvím dluhopisů. Také nastíním klíčové parametry pro emisi dluhopisů a kriticky zhodnotím řešení s ohledem na současný vývoj na trhu. V poslední kapitole shrnu obsah této práce a také její hlavní přínos.

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA FINANCOVÁNÍ PODNIKU

Tato bakalářská práce se zaměřuje na externí financování firem, a proto je důležité, aby nejprve vymezila teoretická východiska zdrojů financování. V této kapitole práce vymezí základní teorii k úrokovým sazbám a roli České národní banky, možné formy financování podniku na základě několika kritérií, vliv životního cyklu na financování a v poslední části základní investiční rozhodování.

1.1 Úrok

Úrok je sazba, která vyjadřuje odměnu za propůjčené peníze poskytovateli peněz od jeho příjemce. Věřitel poskytuje jistinu dlužníkovi a ten po předem určené době vrátí prostředky společně s úrokem. Úrok se vyjadřuje v podobě procentní sazby. Této procentní sazbě se říká úroková sazba a je většinou udána na roční bázi.

Finanční instituce většinou využívají fixní úrokovou sazbu. Sazba může být ale také pohyblivá, stanovená odchylkou od referenční úrokové sazby (např. PRIBOR) nebo od inflace. Změna u úrokových sazeb je vyjadřována v bazických bodech [1].

Bazický bod

Bazický bod vyjadřuje jednu setinu z jednoho procentního bodu. Ve finančním světě se využívá jako měřítko úrokové míry a ostatních procentuálních údajů, hlavně pro procentuálně vyjádření změny u finančních ukazatelů. Přímý vztah mezi procentuální změnou a bazickými body lze vyjádřit takto: Změna o z 1 % p.a. na 1,2 % p.a. znamená změnu o 20 bazických bodů, tedy změna o 1 % vyjadřuje změnu o 100 bazických bodů [2].

1.1.1 PRIBOR

Prague InterBank Offered Rate je pražská mezibankovní úroková sazba. Jedná se o sazbu, za kterou si banky navzájem poskytují úvěry na českém mezibankovním trhu. Tato sazba bývá často využívána jako referenční sazba i při vypůjčování peněz bankovním klientům. Půjčky jsou na tuto referenční sazbu vázány a sjednávají se výše odchylky od této sazby.

Úroková sazba se tak vyvíjí podle vývoje pražské mezibankovní úrokové sazby. Není stanovena ani garantována Českou národní bankou, ta pouze vyhláší pravidla pro její výpočet [1].

1.1.2 Inlace

Inlace vyjadřuje oslabení kupní síly (reálné hodnoty) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje. Jinými slovy je chápána jako růst cenové hladiny v dané ekonomice. Inlace je v praxi měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen. Index spotřebitelských cen není jediným sledovaným indexem. Je tomu tak, že ceny podléhají vícero vlivům, a ne všechny jsou v dosahu opatření měnové politiky centrální banky. V ostatních indexech například nebývají zahrnuty pohonné hmoty [3].

Měření inflace

Index spotřebitelských cen, jinými slovy spotřebitelský koš, je zjišťován pouze na vybraných statcích a službách domácností. Jedná se o typické výdaje domácnosti jako potraviny, oblečení, dopravu, nájemné atd. Hovoříme zhruba o 400 statcích a službách.

Index cen výrobců sleduje mnohem více položek, něco přes 3 000. Sleduje změny cen produktů nabízených zemědělci a průmyslovými výrobci.

Nejkomplexnějším cenovým indexem, kterým měříme míru inflace je deflátor HDP. Zahrnuje v sobě změnu cen všech statků v ekonomice. Jeho nevýhodou je možnost jej použít až zpětně, když jsou známy údaje o HDP.

Dlouhodobý pokles cen v ekonomice se označuje jako deflace. Pouhý pokles inflace je označován termínem dezinflace. V České republice měření inflace provádí Český statistický úřad.

1.1.3 Nominální x Reálná úroková sazba

Z ekonomického hlediska je nejdůležitější dělbou úrokových sazeb na nominální a reálné. Nominální úroková sazba je sazba sjednaná a zaplacená. V praxi je to například sazba, kterou majitel domu platí za hypoteční úvěr. Reálnou úrokovou sazbu říkáme tak, že nominální úrokové sazby snížíme o oslabení kupní síly půjčované nebo vkládané

peněžní částky během období, na které byla půjčena nebo vložena. Oslabení reálné hodnoty peněžní částky je rovno inflaci za toto období. Ve skutečnosti to znamená, že se od nominální úrokové sazby odečte míra inflace v daném časovém horizontu a vyjde reálná úroková sazba.

Tento způsob výpočtu však platí pouze u nízkých úrokových sazeb a u nízké skutečné, resp. očekávané inflace. Pro naprosto přesný výpočet lze využít následující vzorec:

$$r = \left[\frac{100 + R}{100 + i} - 1 \right] * 100$$

Zde nám r vyjadřuje reálná úrokovou míru v procentech, R nominální úrokovou míru v procentech a i skutečnou, resp. očekávanou inflaci [3].

1.2 Česká národní banka

Česká národní banka (ČNB) je centrální bankou České republiky. Přímou ovlivňuje monetární (měnovou) politiku celé země. Jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu a pokud tím není dotčen hlavní cíl ČNB, podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Jinými slovy obstarává zdravý bankovní segment a určuje, jak velké množství peněz má být na trhu a jak moc mají být prostředky dostupné. K tomuto řízení efektivně využívá úrokovou sazbu. Stejně jako většina centrálních bank se i ČNB soustředí především na stabilitu spotřebitelských cen. Souvisí s tím i měnová politika v režimu cílování inflace.

1.2.1 Měnová politika

Měnová politika centrální banky je prováděna v rámci některého měnově politického režimu. Tento režim dává rozhodování jistou strukturu, díky které je rozhodování i jeho interpretace pro veřejnost jednodušší. Mezi základní režimy měnové politiky patří režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu a cílování inflace, kterým se řídí Česká národní banka.

U této měnové politiky centrální banka s jistým předstihem vyhlásí cíl, kterého se bude snažit dosáhnout. Tímto způsobem aktivně a přímo formuje inflační očekávání. V rámci režimu cílování inflace zahrnuje do svého rozhodovací schématu více informací, jako

třeba trh práce, nominální a reální úrokové sazby nebo měnový kurz, dovozní ceny apod. Významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejného vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů [3][4].

1.2.2 Prognóza

Prognóza vydána Českou národní bankou je hlavním podkladem pro měnově politické rozhodování bankovní rady. Vyjadřuje vnímání odborníků České národní banky v rámci nejpravděpodobnějšího budoucího vývoje ekonomiky zahrnující chování samotné centrální banky. Je založena na střednědobém konzistentním rámci v podobě modelového přístupu, který je doplněn expertním posudkem směřovaným zejména na krátký horizont prognózy. U rozhodování z hlediska měnové politiky je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky. Tento horizont je vzdálen zhruba 12 až 18 měsíců v budoucnosti a ovlivňuje současné nastavení úrokových sazeb.

Skutečný vývoj se však může od prognózované trajektorie odchýlit. Trajektorii nelze považovat za závaznou pro vývoj budoucích úrokových sazeb. Od doby zpracování prognózy mohou přijít nové informace nebo mohou členové bankovní rady začít vnímat ekonomický vývoj odlišně. Na tvorbě prognózy se podílí tzv. predikční tým ČNB, který je složen ze specialistů. Tvorba prognózy probíhá na základě série schůzek predikčního týmu a zabere zhruba měsíc. Do úvodní schůzky je zapojena i bankovní rada, která pomáhá stanovit počáteční podmínky.

Pro tvorbu kvalitní prognózy patří také sledování očekávaného ekonomického vývoje v zahraničí. Je třeba zohlednit vývoj vnějšího prostředí, jako jsou ceny energetických surovin, průběh hospodářského cyklu v zemích nejvýznamnějších obchodních partnerů České republiky, úrokových sazeb v eurozóně nebo měnového kurzu eura a dolaru. Pro pomoc s tvorbou prognózy bývají využívány publikace řady zahraničních analytických týmů a tržních výhledů.

Na prvotních schůzkách dochází také k vytvoření krátkodobé prognózy, která zohledňuje vývoj ekonomiky v nejbližších čtvrtletích. Krátkodobá prognóza pro nejbližší jedno čtvrtletí je vložena do střednědobého predikčního modelu, který je složen desítkami rovnic. Ty popisují hlavní vztahy uvnitř české ekonomiky a její vztahy k zahraničí, například jedna ze základních rovnic modeluje reakci krátkodobých úrokových sazeb na budoucí ekonomický vývoj. Tato reakce centrální banky zabezpečuje utvoření rovnováhy

ve střednědobým horizontu, včetně směřování inflace na stanovený cíl České národní banky. Předpověď, která byla vytvořena predikčním modelem je předmětem odborné debaty predikčního týmu a možných dalších expertních úprav.

Integrační proces expertního a modelového pohledu na očekávaný ekonomický vývoj je velmi zdoluhavý a obtížný. Na konci procesu je vytvořen základní scénář makroekonomické prognózy ČNB. Jedná se o výsledcích spojení expertních a modelových postupů a úvah nad střednědobými i dlouhodobými trendy.

Celá tvorba scénáře je doplněna o diskusi nad riziky a nejistotami spjatými s tímto vytvořeným scénářem prognózy. Na druhé schůzi s bankovní radou mohou být formulovány na základě této diskuse specifické alternativní scénáře makroekonomické prognózy. Všechny scénáře jsou poté zapsány ve Zprávě o inflaci, které je po osmi dnech od projednání prognózy zveřejněna na příslušném měnově politickém zasedání bankovní rady [3].

1.2.3 Nástroje

Pro plnění svého cíle využívá ČNB několik měnově politických nástrojů. Prvním z těchto nástrojů jsou operace na volném trhu. Jejich cílem je usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Operace na volném trhu jsou ve většině případů zprostředkovány ve formě repo operací. Jedná se o operace, prostřednictvím kterých centrální banka dodává a stahuje likviditu od komerčních bank. Ovlivňuje tak vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Této úrokové sazbě se říká dvoutýdenní repo sazba (operace)

Existují také dodávací repo operace. Na podpoření likvidity trhu zavedla od března 2020 ČNB vyhlášení repo operací třikrát týdně. Instituce tak budou mít možnost získat likvidní prostředky formou krátkodobého úvěru od ČNB.

Dalším nástrojem jsou automatické facility, které slouží k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc. Z hlediska bank se jedná o možnost uložení či zapůjčení peněz. Proto vytvářejí ohraničení úrokových sazeb v krátkodobém hledisku peněžního trhu. Depozitní facility se říká diskontní sazba a zápůjční facility se nazývá lombardní sazba.

Jedním ze základních nástrojů monetární politiky České národní banky jsou povinné minimální rezervy. Díky nim může centrální banka ovlivňovat objem volných prostředků v bankovním systému. V našich podmínkách, kde dochází k výraznému přebytku

volných prostředků, slouží primárně jako rezerva prostředků zabezpečující bezproblémový průběh mezibankovního platebního styku.

Posledním základním nástrojem jsou devizové intervence. Pod tímto pojmem se schovávají nákupy či prodeje cizích měn za českou korunu praktikované Českou národní bankou. Cílem devizových intervencí může být buď tlumení volatility na devizovém trhu a změna měnové politiky. Cíle mohou být samostatné, ale i současné. V režimu cílování inflace se však devizové intervence běžně nepoužívají. V režimu cílování inflace se nejčastěji využívají úrokové sazby [4]

1.2.4 Promítnutí do ekonomiky

Změny úrokových sazeb se promítají do ekonomiky pomocí řetězce ekonomických vazeb, kde transmisní mechanismus umožňuje, aby změny v nastavení měnově politických nástrojů vedly k žádoucím změnám inflace. Na úplném začátku tohoto mechanismu je samotná změna nastavení měnově politických nástrojů. Tato prvotní změna vede ke změně chování trhů, na které mají tyto nástroje přímý vliv. Změna prochází celým řetězcem skrze „zprostředkující“ trhy, až dojde ke změně i na „cílových“ trzích, kterých cenový vývoj chce centrální banka ovlivnit.

Tento mechanismu většinou působí paralelně více kanály. Nejčastěji uváděným příkladem je úrokový kanál. Ten funguje na základě změny měnově politické úrokové sazby (v České republice především repo sazba), která vede zpočátku ke změně úrokových sazeb na mezibankovním trhu. Důsledkem této změny je promítnutí do úrokových sazeb vyhlášených bankami pro poskytování úvěrů a přijímání vkladů. Konečným výsledkem je změna investičních aktivit jako součástí agregátní poptávky a změna tlaků na růst cenové hladiny [3].

1.3 Financování podniku

Každá firma vstupující na trh musí být nějakým způsobem financována. Formy financování podniku je nutné rozčlenit dle vhodných kritérií, jelikož má management na výběr z více zdrojů. Z pravidla si firma nevolí pouze jednu možnost, ale kombinaci více možností zároveň. Volba této kombinace je řízena managementem podniku, který

ovlivňuje mnoho faktorů. Například jak se staví k riziku, v jaké fázi životního cyklu se podnik nachází, ekonomické trendy atd.

Strategie financování podniku jde ruku v ruce s celkovou strategií podniku. Management musí uvažovat nejen v dlouhodobém, ale také v krátkodobém a střednědobém časovém horizontu. Pro zdárnou budoucnost podniku je třeba stanovit jeho jasnou strategii. Při rozhodování o rozvoji musí firma na sebe převzít řadu rizik, obzvláště při tom finančním. Výběr zdroje financování je velmi důležitý, správný výběr zdrojů podniku vede k optimalizace nákladovosti, tím pádem je podstatným faktorem pro obecnou ziskovost [5].

Možnosti financování stručně popisuje následující tabulka, která má čtyři kvadranty a ilustruje zdroje financování podniku jak z hlediska původu zdrojů (interní a externí), tak z hlediska vlastnictví zdrojů (vlastní a cizí). Zachycuje širší pojetí zdrojů financování podniku než z pouhého pohledu finančního účetnictví. Podrobnější rozčlenění a vysvětlení uvedených zdrojů tato práce vysvětluje v následující části.

*Tabulka 1: Zdroje financování podnik
(Zdroj: Vlastní zpracování dle: Mareš S., 2004)*

		Vlastnictví zdrojů	
		Vlastní	Cizí
Původ zdrojů	Interní	<ul style="list-style-type: none"> - Zisk - Odpisy 	<ul style="list-style-type: none"> - Podniková banka - Rezervy
	Externí	<ul style="list-style-type: none"> - Vklady vlastníků - Dotace a dary - Venture capital 	<ul style="list-style-type: none"> - Úvěry fin. institucí - Dluhopisy - Finanční leasing - Obchodní úvěry - Ostatní závazky

Základním zdrojem financování jsou bezpochyby vlastní zdroje, které jsou do firmy vloženy prakticky již při jejím založení. Značí i důvěru, kterou vlastník vkládá do svého podnikatelského záměru a víru v životaschopnost podniku. Vlastní zdroje vytváří určitou

jistotu i pro případné spoluinvestory, či bankovní instituce poskytující půjčky. Vlastní zdroje znamenají samofinancování, tzn. oproštění se od nákladů na externí kapitál a také nižší celkovou zadluženost podniku. Největším záporem této volby je její nákladovost. Oblíbenou možností při volbě financování z vlastních zdrojů jsou vklady společníků. Naopak při externí volbě většina firem sáhne po bankovních úvěrech. Členění zdrojů financování lze dle Mareše pojmut z více pohledů [6].

1.3.1 Vlastnický původ

Kritérium rozděluje zdroje na vlastní kapitál a cizí kapitál. Do vlastního kapitálu řadíme kapitál, který do podniku vložili jeho vlastníci, nebo který podnik vyprodukoval vlastní aktivitou. Nejpodstatnější složkou bývá zpravidla základní kapitál podniku. Mimo něj do této kategorie patří základní kapitál, kapitálové fondy, zákonné a statutární rezervní fondy ze zisku, nerozdělený zisk z minulého období a zisk z daného fiskálního období.

Mezi cizí kapitál řadíme ty zdroje financování podniku, které pro podnik představují závazky (neboli dluhy) vůči podnikovým věřitelům. Řadíme zde závazky z bankovních úvěrů, vydané emise podnikových obligací, vydaných směnek, leasingového financování, závazky vůči státu, zaměstnancům, dodavatelům apod [6]. Finanční podniky shání formy prodejem krátkodobých dluhových instrumentů a emisí dluhopisů a akcií [7].

1.3.2 Doba splatnosti

Kritérium rozděluje finanční zdroje na zdroje s krátkodobou, střednědobou a dlouhodobou splatností. Krátkodobé finanční zdroje jsou zdroje, které jsou splatné do 1 roku. Lze je zařadit zpravidla také do zdrojů cizích. Střednědobé finanční zdroje jsou zdroje, které jsou splatné do čtyř let. Do střednědobých zdrojů lze zařadit jak cizí zdroje (střednědobé bankovní úvěry), tak zdroje vlastní (podílové listy dluhopisových otevřených fondů). Dlouhodobé finanční zdroje jsou zdroje, které mají nejdelší splatnost. Jedná se převážně o vlastní kapitál podniku, k jehož splatnosti dochází až při likvidaci podniku. Do dlouhodobých finančních zdrojů samozřejmě patří také dlouhodobě splatné dluhové finanční instrumenty. Jasným příkladem jsou úvěry hypoteční, nebo emisní půjčky.

V podnicích s kvalitním finančním vedením platí, že dlouhodobé zdroje by měly dominovat nad těmi krátkodobě splatnými. „Zlaté finanční pravidlo“ nabádá, aby dlouhodobé zdroje převyšovaly hodnotu stálých aktiv podniku (aktiva s dlouhodobým

charakterem) s patřičnou rezervou. Pokud tomu tak není, jedná se o podkapitalizování podniku, což je nežádoucí stav. Podniky v tomto stavu se vystavují zvýšenému riziku platební neschopnosti, která může vést k celkovému zániku firmy.

Finanční vedení podniku se naopak nemůže spolehnout pouze na financování z dlouhodobých finančních zdrojů, protože delší doba splatnosti znamená také zvýšení rizika pro subjekty poskytující kapitál. Zvýšení rizika znamená vyšší očekávání výnosů (úroků, dividend apod.), což vede k navýšení také nákladů podniku [6].

1.3.3 Pravidelnost financování

Podnik provádí některé činnosti pravidelně, často i denně. Jedná se například o zásobování, výrobu, či investiční a finanční činnosti. Pravidelnost těchto činností vytváří rozdílný nátlak na potřebu financování. Vedení podniku musí rozpoznat závažnost těchto aktivit a zajistí potřebný objem hrubého provozního kapitálu s vhodným rozvržením do skladby zdrojů. Tyto zdroje by měly být se zřetely na zmíněné aktivity vhodně alokovány, aby financování odpovídalo finančním plánům. Mimořádné financování nastává v situacích jako je vznik samotného podniku, při činnosti investiční, při spojování podniků, nebo v rámci krizového řešení a likvidaci podniku. Hlavní příčiny mimořádného financování jsou dlouhodobé financování podnikových investic a řešení financování vzniku podniku [6].

1.3.4 Externí a interní zdroje

Kapitálové zdroje rozhodně nepatří mezi zdroje neomezené, ať se jedná o finanční zdroje vyprodukované vlastní činností podniku, nebo zdroje dodány do podniku externí cestou. Mezi zdroji vytvořenými podnikem a zdroji dodány do podniku zvenčí (bankovní úvěr, primární investoři atd.) funguje jistá synergie.

K založení podniku jsou nejprve potřeba zdroje externí, ve většině případů dodané vlastníky podniku a případně dofinancované např. bankovní úvěrem. Jedná se o nedůležitější potřebu externího financování, jelikož samotný vznik je často nákladový a firma musí dorovnat tok peněz buď z vlastních, ale častěji kvůli náročnosti z externích zdrojů. Podnik se uvede do provozu a v případě, kdy si vede úspěšně, je schopen sám sebe postupně refinancovat z tržeb a odpisů. Postupem času tvoří zisk a produkuje zdroje nad rámec běžné reprodukce.

Tyto zdroje, které rozšiřují hodnotu vlastního kapitálu vytváří podnik vlastní produkcí a nejsou tedy dodávány externě. Ve většině případů dochází k vyplacení kapitálových vkladů investorů v rozumné míře. Podnik takto fungující si vytváří na trhu dobré jméno, protože plní závazky vůči svým věřitelům, tím pádem by při potřebě následného externího financování neměl mít při získávání těchto vkladů problém.

Na trhu se neustále objevují příležitosti k expanzi či investičním záměrům. Podnik musí klást důraz na sledování nových technologií, které by mohly vést k optimalizaci nákladovosti, nebo navýšení zisku. Pokud by se podnik v této situaci omezil pouze například na zisk z minulých let, s velkou pravděpodobností by nedosáhl potenciální rentability.

Externí zdroje financování mohou být vyžadovány také při restrukturalizaci podniku. Jestli s financemi podniku není nakládáno efektivně, nebo podnik nenaplnuje stávající požadavky výnosnosti, může dojít k přizvání subjektu poskytující finanční služby. Nabídka a poptávka po kapitálu (penězích) je základním atributem finančního trhu.

Je třeba rozlišovat externí a interní zdroje na vlastní a cizí. Interní zdroje vlastní jsou zisky a odpisy, cizími například rezervy podniku. Mezi vlastní externí zdroje řadíme například základní akciový kapitál a kapitálové fondy, cizími jsou například bankovní úvěry, emisní půjčky, leasing atd [6].

1.3.5 Měna

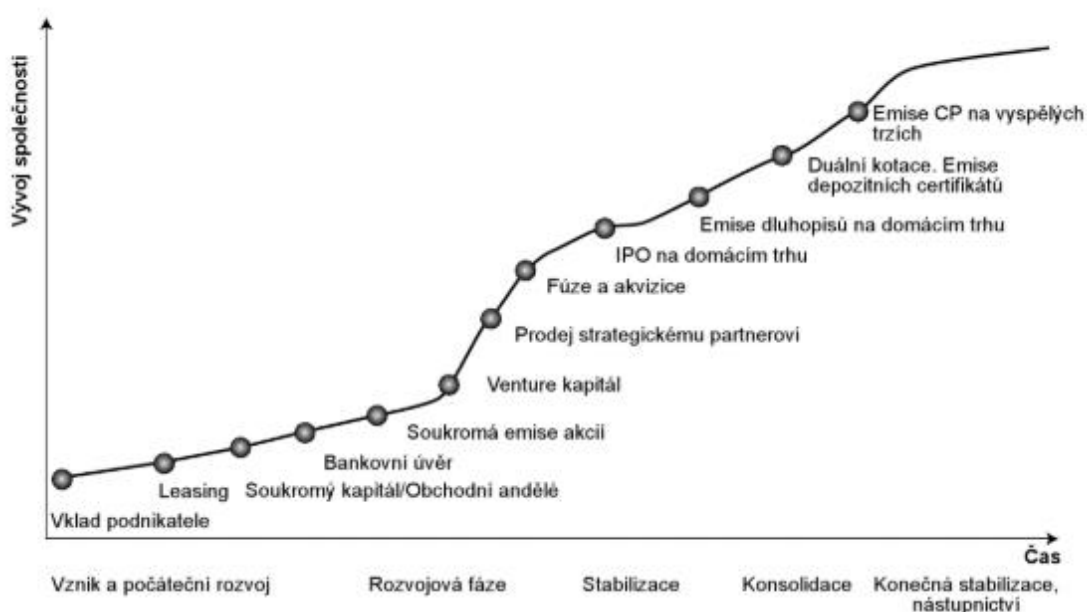
Na trhu dochází k internacionalizaci a jednotlivé ekonomiky k sobě mají mezi sebou velmi blízké vztahy. Směnný kurz naší národní měny se mění každý obchodní den. Odvíjí se dle cenotvorných faktorů, hlavně dle aktuálního poměru nabídky a poptávky po dané měně. Česká ekonomika nemá na trhu dominantní postavení, proto směnný kurz české koruny vykazuje vysokou volatilitu.

Podnik by se měl proto zaměřit převážně na čerpání zdrojů z typu trhu na kterém se nachází. Tuzemskému podniku lze doporučit financování pouze z korunových zdrojů. Podnik, který plánuje, například z důvodu mezinárodní působnosti, financování z cizoměnových zdrojů by měl své rozhodnutí důkladně zvážit a analyzovat možná rizika. Správně zajištění a analyzování operace je podstatným krokem k úspěšnosti procesu [6].

1.4 Možnosti financování v závislosti na životním cyklu

Stejně jako u lidského života má i podnik určitý životní cyklus a životní fáze. Financování podniku by se mělo odvíjet od toho, v jaké fázi životního cyklu se podnik nachází. Jedná se prakticky o jedno z nejdůležitějších rozhodovacích kritérií pro management podniku.

Počítáme-li také vznik podniku, tak životní cyklus podniku rozdělujeme do pěti jednotlivých fází. Konkrétně se jedná o založení nebo také vznik podniku, jeho růst, následnou stabilizaci, krizi a v konečné fázi zánik. Vývoj doporučeného financování v závislosti na celkový vývoj společnosti je prezentován v následujícím grafu [8].



Graf 1: Financování v průběhu životního cyklu podniku

(Zdroj: Nývltová, R. a Režňáková, M., 2007)

1.4.1 Založení podniku

Jedná se o prvotní fázi podnikání, kde je již vymyšlen podnikatelský záměr a jsou předpoklady pro jeho prosazení na trhu. V této fázi má firma velké investiční výdaje spojené s prvotním provozem podniku a také výdaje v oblasti marketingu, jelikož musí se vstupem na trh investovat do uvedení značky. Málo podniků má dostatečné vlastní zdroje k financování této fáze, proto dochází často k vyhledávání zdrojů externích. Protože se jedná o neosvědčený nápad, nelze se ve většině případů spolehnout na další investory. Proto firmy často volí například finanční leasing [8].

1.4.2 Růst podniku

V této fázi dochází ke zvýšené poptávce po produktu nabízeného podnikem. Na trhu je prostor pro expanzi. V tomto období je typické vysoké pozitivní cash-flow související s vysokou poptávkou. Rizikovým faktorem je nezvládnutí růstu firmy, nejistota z konkurence a celkové nebezpečí spojené s přetížením. Příjmy slouží převážně k financování růstu podniku a naplnění potenciálu pro jeho expanzi. Expanzi je potřeba brát s rozmyslem a bedlivě posoudit každý investiční záměr, protože většina investičních záměrů váže finanční zdroje s dlouhou návratností.

Podnik se již může opírat o svou historii a úspěch na trhu, tím pádem splňuje podmínky pro financování bankovním úvěrem nebo korporátními dluhopisy. Management musí řešit rizika spojené s možným ztracením platební schopnosti a zaměřit se na práci s kapitálem [8].

1.4.3 Stabilizace

Ve fázi stabilizaci si podnik utvořil stabilní podíl na trhu a dochází pouze k nízkému růstu. Výsledek hospodaření je pozitivní a management svou pozornost směřuje na navyšování zdrojů, optimalizaci nákladů, inovace z pohledu financování či nových produktů a vyhledávání akvizičních cílů. V první řadě se podnik věnuje vyhledávání a vyhodnocování nových investičních příležitostí.

Pokud v tomto směru vyčerpal své dispozice, je třeba se zaměřit na restrukturalizaci zdrojů financování ve prospěch vlastních zdrojů. Vlastníci očekávají výplatu jejich podílů ze zisku, který by vynahradila výpadek růstu hodnoty jejich části podílu, respektive akcií [8].

1.4.4 Krize

Ve fázi poklesu dochází ke klesání příjmů z vlastní činnosti, tím pádem k zápornému provozní cash flow. Dochází k platební neschopnosti buď ke snížení poptávky, nebo předlužením podniku. Podnik si kompenzuje příjmy odprodejem vlastního majetku a celkovým omezením provozu. Tyto problémy se uvádí jako tzv. krize likvidity, popř. krize výnosnosti.

Firma musí svůj pokles důkladně zanalyzovat a vyhodnotit následné kroky. Důležitým poznatkem je také jestli je krize způsobena úpadkem odvětví, nebo jen firmy. Pokud se pokles týká jenom firmy, mělo by vedení věnovat pozornost inovaci a restrukturalizaci. Jestliže se pokles pohybuje celkově v daném odvětví, měl by se management pokusit upevnit pozici na trhu [8].

1.5 Investiční rozhodování

Investice lze pojmut jako peněžní výdaje vynaložené v procesu investování, tj. k pořízení dlouhodobého majetku. Za odložení své současné potřeby se očekávají budoucí peněžní příjmy během delšího časového období (v časovém horizontu 1 rok a více).

Z pohledu podniku se investice bere jako tok výdajů, který je vymezený na uskutečnění projektů, kde se neočekává spotřeba v krátkodobém časovém horizontu. Za pomoci těchto výdajů se pořídí aktivum, které svému majiteli vytvoří užitek měřitelný penězi, a to buď přímo, anebo v podobě jiné [9].

1.5.1 Komplexní hodnocení investičního záměru

Aby dokázal být investiční záměr řádně ohodnocen, musí být zodpovědná osoba řádně seznámena s teoretickým zázemím hodnocení investic. Pro management zodpovědný za rozhodování se jedná o podstatu investice jako takové, seznámení s jednotlivými fázemi projektu a samozřejmě umět posoudit, jaká metoda hodnocení se v jaké situaci vyplatí [9].

1.5.2 Fáze projektu

Investiční činnost není činností náhodou, ale strategickou a měla by ji věnovaná náležitá pozornost. Celý proces investice by měl souhlasit s dlouhodobými cíli podniku. Projekt by měl brát v potaz, jaké jsou ostatní dílčí cíle a zda si s nimi neodporuje. Základním cílem je u většiny podniků tvorba zisku, který může být využitý ať už k výplatě dividendy, nebo jako kapitál pro další rozvoj. Projekt tedy vede k maximalizaci hodnoty firmy [9].

1.5.2.1 Fáze plánování

Plánování projektu hraje v celém cyklu investování významnou roli. Motivy pro investování jsou různorodé, základně je můžeme rozdělit na potřebu zhodnotit kapitál (nakládání s pasivy), nebo uskutečnění rozvoje skrz např. nákup majetku (zvýšení aktiv). Při plánování investice musí podnik vzít v potaz, zda dané odvětví je vhodné (potřeba inovace nebo rozvoje) a zda má na realizaci projektu dostatečné možnosti, tedy kapitál k dispozici.

V ideální situaci je podnik, který již kapitál nastřádal a je si dobře vědom jeho investičních možností. Logicky uvažující vedení podniku by mělo před sebou jednoduché rozhodování. Naopak podnik, který nemá možnosti ani kapitál by měl přesunout veškerou svou pozornost jinam. Samozřejmě se nejedná o udržitelný stav. Podnik, který se v tomto stádiu nachází delší dobu nemůže očekávat následný rozvoj a tato stagnace působit na aktuální zdroje čas, které mohou být po určité době opotřebované a ztrácet na své přínosné hodnotě. Tímto by podnik ztrácel konkurenceschopnost a směřoval by pomalu ale jistě do úpadku.

Existuje samozřejmě kombinace těchto možností, a to jsou firmy s volným kapitálem ke zhodnocení anebo firmy bez kapitálu tuto možnost nabízející. V tomto případě mohou v ideálním stavu firmy navázat spolupráci, ve které jedna zapůjčí volný kapitál druhé, ta jej zhodnotí a část tohoto zhodnocení první společnosti, společně s investovaným kapitálem, vrátí. Jedná se o předem dohodnuté zhodnocení, tzv. úrok. Firma jej defacto obdrží za to, že se na určitý čas vzdá likvidity svých prostředků.

Obecně je nutno plánování věnovat zvýšenou pozornost, protože na základě původních propočtů, analýz a kvalitě informačních zdrojů bude založena hlavní podstata projektu. Pro vybraný investiční záměr je třeba shromáždit možnosti, podrobit předběžný výběr analýze a stanovit hodnoty, omezující faktory a kritéria hodnocení. Na základě tohoto procesu je vyřčeno doporučení, dle kterého zodpovědná osoba provede rozhodnutí.

Harmonogram předinvestiční fáze lze stanovit takto: analýza cílů a problémů, hledání alternativ, propočet účinků a finální rozhodnutí. Celý tento proces se dá rozdělit na fázi identifikaci a fázi selekce. Při identifikaci se vybírají možné investice, které jsou pro podnik přínosné. Ve fázi selekce se vybírají možnosti, které jsou pro podnik maximálně přínosné, odhadují se přesné dopady na výsledek hospodaření podniku a také stanovují

podmínky pro úspěšnou realizaci. V potaz je nutné brát dopady cash flow, které se budou v jednotlivých fázích rozcházet.

Výsledkem je určení finančního plánu investice, který jde ruku v ruce s finančním plánem celého podniku a také investičním plánem [10].

1.5.2.2 Realizační fáze

Realizační fáze neboli fáze investiční, nastává ve chvíli, kdy dojde k finálnímu rozhodnutí o uskutečnění investice. Jinými slovy se jedná o uvedení investičního záměru do života. V této fázi může být potřebná preciznost z plánovací fáze nahrazena rychlostí, jelikož ztráta času může pro podnik znamenat ušlý zisk.

Do realizační fáze patří:

- vytvoření potřebné finanční, právní a organizační základny
- získání základní technologie
- nabídkové řízení
- získání dalšího potřebného majetku
- zajištění a zaškolení zaměstnanců
- záběhový provoz

S realizační fází zapadá zmiňovaná volba způsobu financování. Investice je dlouhodobým projektem, a proto by zde měly být vázány dlouhodobé zdroje. Jedním z nejdůležitějších kroků, které vedení firmy čeká je volba zdroje financování. Vlastní kapitál je jako zdroj dražší, ale je oproštěn o úroky. Cizí zdroje mohou být v konečném důsledku levnější než kapitál vlastní. Správně cílené cizí zdroje dokážou podniku přinést zisky vyšší, než je daný úrok. Ten zároveň přináší riziko, kdyby podnik dospěl do stádia např. platební neschopnosti. Realizační fáze končí uvedením dané investice do provozu [9].

1.5.2.3 Provozní (kontrolní) fáze

S provozní fází souvisí kontrola výsledků, jestli odpovídají stanoveným modelům a předpokládaným výsledkům. Dochází k tvorbě cash flow, jejíž rozklad a porovnání potřebných veličin vyjadřuje, jak je investice efektivní. Pokud jsou nalezeny odchylky je nutné odhalit zdroj problému a vyhledat jeho řešení. V kontrolní fázi lze očekávat návratnost úsilí vynaloženého v prvotních fázích investičního plánování. V případě nalezení odchylek je třeba s výsledky a možným řešením pracovat operativně i za možnosti kompletní dezinvestice [9].

1.5.2.4 Fáze dezinvestice

Jedná se o poslední fázi, k poslednímu roku životnosti investice lze pomocí příjmů a výdajů vyčíslit tzv. „likvidační hodnotu investice“. Dochází k završení investice, ať se jedná buď o demontáže, likvidaci a prodej, tak i o vyčíslení likvidační hodnoty investice do cash flow [9].

Tato kapitola popsala potřebná teoretická východiska financování podniku. Nejprve vymezila základní teorii k úrokovým sazbám a roli České národní banky, představila možné formy financování podniku na základě několika kritérií, vliv životního cyklu podniku na financování a v poslední části se věnovala základům investičního rozhodování.

2 DLUHOPISY JAKO ZDROJ FINANCOVÁNÍ

Způsob financování firem a podnikatelů, kterým se tato práce zabývá je externí zdroj financování pomocí korporátních dluhopisů. Teoretická východiska obecného financování podniku byla vyjasněna v první kapitole. Nyní je na čase se zaměřit konkrétněji na dluhopisy, které mohou být přínosným zdrojem financování pro rozvojové projekty firmy. V této kapitole budou analyzovány jednotlivé druhy dluhopisů, jejich náležitosti a forma uvedení na trh.

2.1 Dluhopis

Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír na určitou peněžní částku s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem. Má stanovené datum splatnosti a vyjadřuje dlužnický závazek jedné osoby vůči osobě druhé [11].

Dlouhodobé dluhové instrumenty (dluhopisy) jsou cenné papíry, které vyjadřují dlužnický závazek emitenta vůči vlastníku tohoto dokumentu. S jejich emisí je spojen cíl dlouhodobého získání finančních prostředků. Emitent motivuje investora ke koupi pomocí vyššího úroku. V odborné ekonomické literatuře se o dlouhodobých dluhopisech hovoří často jako o obligacích, tento výraz však v zákonech nenajdeme.

Nabídka dluhopisů znamená poptávku po peněžních prostředcích (zapůjčitelných fondech); poptávka po dluhopisech pak představuje jejich nabídku [12].

2.2 Členění dluhopisů

Světový finanční trh nabízí mnoho variant dluhopisů. Jediným omezením, které dluhopisy mají, jsou zákony státu, kde probíhá daná emise. Můžeme se tak setkat s téměř neomezenými možnostmi podob a vlastností dluhopisů. I z těchto důvodů se jako základní dělení dluhopisů dá převzít kritérium času. Často využívanými typy dluhopisů jsou dluhopisy státní nebo korporátní [12].

Dle O. Rejnuše (2014) můžeme rozdělit dluhopisy dle délky splatnosti na krátkodobé dluhopisy peněžního trhu s délkou splatnosti zpravidla do jednoho roku a dlouhodobé dluhopisy trhu kapitálového s délkou splatnosti delší než jeden rok neboli obligace.

2.2.1 Krátkodobé dluhopisy

Jinými slovy dluhopisy peněžního trhu. Jedná se o dluhopisy krátkodobé, splatné do jednoho roku. Mezi tyto dluhopisy se řadí státní pokladniční poukázky, pokladniční poukázky centrální banky, depozitní certifikáty a směnky [12].

2.2.1.1 Státní pokladniční poukázky

Krátkodobé státní dluhopisy slouží ke krytí krátkodobého nesouladu v plnění a čerpání státního rozpočtu. Emisi zprostředkovává ministerstvo financí a celý proces zabezpečuje centrální banka. Na primární trh se uvádějí formou aukcí přístupných pouze pro omezený okruh licencovaných finančních institucí. Životnost státních pokladničních poukázek se ve většině případů pohybuje od 3 do 12 měsíců, tím pádem se téměř vždy jedná o dluhopisy diskontované [12]. Diskontované dluhopisy budou přiblíženy dále v této kapitole v sekci 2.2.2.2.

2.2.1.2 Pokladniční poukázky centrální banky

Krátkodobé diskontované dluhopisy jsou neveřejně obchodovatelné cenné papíry emitované centrální bankou z měnových důvodů. Uvedení na trh probíhá stejně jako u státních pokladničních poukázek skrze aukci pro omezený okruh [12].

2.2.1.3 Depozitní certifikáty

Krátkodobé diskontované dluhopisy, které bývají nejčastěji emitovány na 3, 6, 9 a 12 měsíců. Ve výjimečných případech však i o něco déle. Na rozdíl od předešlých případů jsou depozitní certifikáty dostupné i pro drobné klienty, jelikož je vydávají především obchodní banky. Jsou to listinné cenné papíry buď na jméno, nebo na doručitele, které mohou mít status převoditelnosti. Jinými slovy jsou to tiskopisy, které se cennými papíry stávají až jejich vyplněním, podepsáním a předáním prvním nabyvatelům [12].

2.2.1.4 Směnky

Směnky lze charakterizovat jako krátkodobé, individuálně vydávané diskontované dluhopisy, jejich zvláštní vlastností je však to, že podléhají pravidlům směnečného práva. V České republice je však neřeší „Zákon o dluhopisech“, ale „Zákon směnečný

a šekový“. Jsou vystavovány pouze jako listinné cenné papíry na jméno nebo na řad (druh cenného papíru na jméno). Jsou převoditelné a tím pádem i smluvně obchodovatelné. Představují jednostranný slib výplaty bez právních výhrad [12].

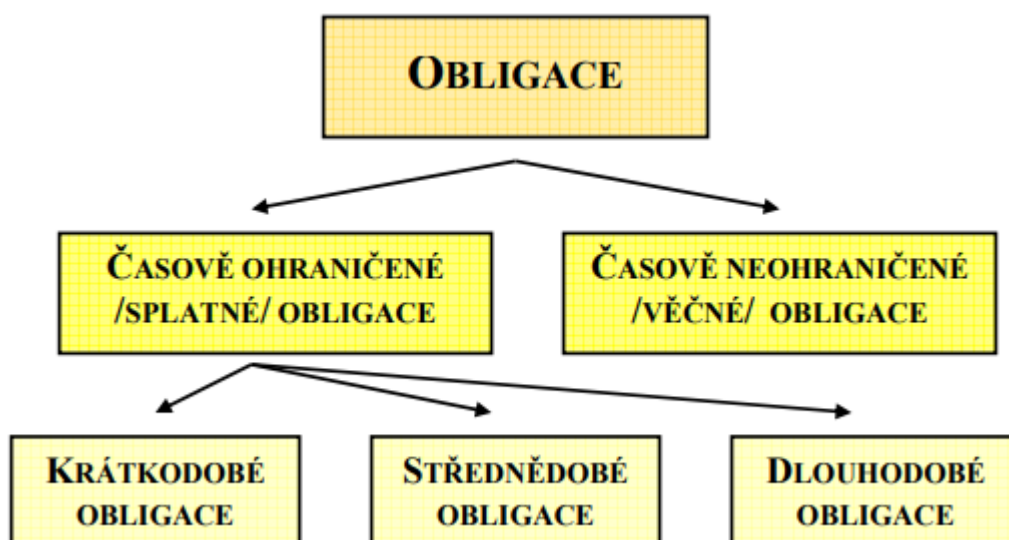
2.2.2 Dlouhodobé dluhopisy

Hlavní vlastností dlouhodobých dluhopisů neboli obligací je délka jejich splatnosti, která je delší než jeden rok. Obligace jsou velmi různorodé a o to více je náročnější jejich členění. Ne všechny druhy však v České republice nalezneme, v Česku emitenti obvykle vybírají konzervativnější dluhopisy [12].

Základní možnosti dělení jsou dle délky splatnosti, výnosu, způsobu splacení, jejich zajištění, zvláštní práv, specifických vlastností či denominace a trhu.

2.2.2.1 Členění dle délky splatnosti

Jedná se o jedno z nejdůležitějších dělení obligací vůbec. V České republice mají ve svých emisních podmínkách vždy určený termín splatnosti, ale ve světě se vyskytují i obligace opačného případu. Fakt, zda jsou obligace časově ohraničené je základním kritériem členění. Pokud jsou časově ohraničené, rozlišujeme délku ohraničenosti. Následující obrázek zobrazuje členění obligací dle délky splatnosti na časově ohraničené a neohraničené.



Obrázek 1: Členění obligací dle délky splatnosti
(Zdroj: Rejnuš, O., 2014)

Časově neohraňené obligace se přizpůsobují legislativě jednotlivých zemí. Tyto obligace bývají také označovány jako „věčné“, v podmínkách nemají přesně daný termín splatnosti, ale většinou uvedeno právo eminenta za určitých podmínek je vyplatit a stáhnout z oběhu.

Mezi časově ohraněné obligace lze zařadit drtivou většinu obligací, která se na trhu vyskytuje. I z tohoto důvodu je třeba časově ohraněné obligace členit i dál. Dělíme je na krátkodobé – s délkou splatnosti do 5 let, na středně dobé – s délkou splatnosti od 5 do 10 let a na dlouhodobé – s délkou splatnosti nad 10 let. Horní hranice délky splatnosti není ohraněna, záleží tak opět na legislativě daného státu. Většinou nebývá délka splatnosti delší než 30 let [12].

2.2.2.2 Členění dle výnosu

Výnosy z obligací se dělí do dvou hlavních kategorií. Na kupónové obligace a obligace diskontované. V ojedinělých případech také mix těchto dvou kategorií, kde dochází po určité době k uplatnění jedné kategorie a po předem stanovené době kategorie druhé.

Nejrozšířenější v praxi jsou obligace kupónové, kde patří nejčastěji obligace s fixní a variabilní úrokovou sazbou. Fixní úroková sazba znamená, že se po celou dobu životnosti nemění. V emisních podmínkách se předem určí sazba, která je vyplácena. U variabilní úrokové sazby dochází k vazbě na předem určenou referenční úrokovou sazbu. Ta určuje výši kupónových plateb, které se této referenční sazbě přizpůsobují. V praxi se jedná například o mezibankovní referenční úrokovou sazbu. Mezi kupónové obligace nadále patří obligace s volbou formou placení kupónů, indexované obligace atd.

Diskontované obligace jsou obligace bezkupónové emitované s diskontem. Jsou prodávány za nižší cenu, než je jejich nominální hodnota. Tomuto cenovému rozdílu se říká diskont, který nahrazuje kupónové platby. Majitel diskontovaných obligací tak obdrží jednorázovou výplatu [12].

2.2.2.3 Členění dle způsobu splacení

Způsob splacení nominální hodnoty lze rozčlenit do tří kategorií. První možností je jednorázové vyplacení jistiny v pevně stanovený termín splatnosti. S posledním kupónem dochází k vyplacení i celé jistiny. Druhou možností je neumořitelná jistina. Ta souvisí s již zmíněnými věčnými obligacemi. Prakticky není ohraněna doba splatnosti.

Třetí možností je postupné umořování jistiny. V praxi se mnoho nevyužívá, dochází k postupnému umořování jistiny [12].

2.2.2.4 Členění dle zajištění

V této kategorii dlouhodobé dluhopisy dělíme na zajištěné a nezajištěné. Tento faktor je důležitý například pro hodnocení rizikovitosti dluhopisu. Největší výskyt mají dluhopisy nezajištěné, za které sice ručí emitent, ale nejsou dále zajištěny jakkoliv jinak. U zajištěných dluhopisů je tomu jinak. Ty mají zajišťovací mechanismy zapracovány přímo v emisních podmínkách. Tyto mechanismy fungují jako ochrana pro držitele dané obligace před možným neplněním závazků ze strany emitenta. Do této kategorie například patří obligace s přednostním právem na vyplacení, nebo obligace hypoteční [12].

2.2.2.5 Členění dle zvláštních práv emitenta nebo držitelů

Jedná se o řadu různých emisních podmínek, které zaručují emitentovi nebo držiteli nějaká práva. Příkladem zvláštních práv emitentů jsou obligace vypověditelné, příjmové obligace anebo opce umožňující jejich předčasné stažení z oběhu. Obligací se zvláštními právy pro jejich držitele je více. Mohou to být obligace vyměnitelné za akcie emitenta, právo na odprodej, hlasovací právo atd [12].

2.2.2.6 Členění dle druhů specifických vlastností

Specifických vlastností a druhů členění lze najít mnoho. Za příklad specifických vlastností, které na trhu s obligacemi existují se mohou brát obligace s částečným úpisem, které kupující splácí ve více splátkách nebo obligace osvobozené od daně, které bývají nejčastěji emitovány přímo vládou či státními agenturami. Záleží na legislativě dané země, mohou být zproštěny o daň úplně nebo jen částečně [12].

2.2.2.7 Členění dle denominace a trhu

Z toho hlediska lze dluhopisy členit na domácí, které jsou emitovány tuzemskými subjekty v domácí měně na tuzemském trhu a na zahraniční, které jsou emitovány zahraničními subjekty na tuzemském trhu a v domácí měně. Posledním druhem jsou euroobligace, které jsou denominovány v cizí měně [12].

2.3 Náležitosti dluhopisů

Emitent dluhopisu musí zveřejnit prospekt, kde vádí základní informace, které mají investorovi pomoci s rozhodováním.

1. **Jméno emitenta**
2. **Měna**, ve které je emise uskutečněna
3. **Hodnota emise** (celková částka, kterou má emitent zájem umístit na kapitálový trh)
4. **Rozdělení emise** (členění celkové emise, počet dluhopisů a jejich hodnota)
5. **Forma důchodu**. Jedná se o tři varianty:
 - a) dluhopis s pevným úročením s fixní úrokovou sazbou po celou dobu životnosti dluhopisu
 - b) dluhopis s proměnlivou úrokovou sazbou přizpůsobenou aktuálním tržním podmínkám
 - c) dluhopis s nulovým úročením, emitovaný pod nominální hodnotu
6. **Doba životnosti**. Jedná se o časový interval od vydání dluhopisu do jeho vypršení jeho splatnosti. Rozlišujeme dle druhu dluhopisu do 5 let, do 10 let nebo nad 10 let. Případně dluhopisy bez stanovené doby splatnosti (perpetual bonds).
7. **Termín a forma upsání**
8. **Emisní kurs**. Cena, za kterou lze dluhopis pořídit. Nemusí být stejný jako nominální hodnota dluhopisu.
9. **Splacení**. Ve většině případů platí emitent majiteli dluhopisu pouze úrok a jistinu dluhu splácí v termínu splatnosti. Existují však i jiné formy, například anuitní splácení, nebo je v podmínkách dluhopisu, že je lze vypovědět ze strany emitenta (předčasně splatit) a emitovat nové dluhopisy za (pro emitenta) výhodnějších podmínek.
10. **Záruky**. Záleží na druhu dluhopisů, může se jednat o právo na předání nebo prodej části nebo celého majetku dlužníka, pokud v termínu neplní povinnosti nebo jiné garance, že strana zaplatí dlužnou částku místo emitenta v případě, že by nedisponoval dostatečnou výší prostředků.
11. **Tranše**. Jedná se o části celkové emise, které jsou vydávány za odlišných emisních podmínek (splatnost atd)

Vydávání dluhopisů je samozřejmě pod kontrolou příslušných státních orgánů. V České republice emise dluhopisů upravuje zákon o dluhopisech č. 530/1990 Sbírky. Vydávat dluhopisy mohou právnické osoby a také fyzické osoby oprávněné k podnikání. K vydávání dluhopisů je potřeba povolení Ministerstva financí a odsouhlasení Českou národní bankou. Žadatel musí k získání povolení prokázat schopnost zajistit návratnost požadované emise. Žadatel zaplatí za povolení 1 % z celkového objemu emise. Aby bylo možné s dluhopisy obchodovat veřejně, je třeba požádat o povolení Ministerstvo financí zvlášť.

Trendem současné doby je deregulace v této oblasti. Schvalovací a povolovací řízení není vždy praktikováno, povinnost registrace emisních podmínek a prospektu je však požadováno stále. Registrační úřad kontroluje, jestli jsou uvedené informace pravdivé, ale nenahlíží na finanční situaci emitenta. Investor si tak musí dát sám pozor a sledovat informace jako hodnocení bonity emitenta. Tato hodnocení, tzv. rating provádějí specializované společnosti jako Moody's a S+P [13].

2.4 Uvedení dluhopisů na trh

Poté, co tato kapitola přiblížila dluhopisy jako takové, je třeba také uvést, jak samotné financování pomocí dluhopisů probíhá. Dluhopisy se na trh dostávají skrze jejich emisi. Emise dluhopisů je proces, ve kterém se dostávají dluhopisy na trh od emitenta skrze obchodníka s cennými papíry až po samotného investora [14].

2.4.1 Příprava vydání emise dluhopisů

Tento proces přípravy a vydání emise dluhopisů je v České republice využíván nejčastěji. Jeho výhodou je možnost oslovit všechny potencionální investory bez jakéhokoliv omezení. Veřejná nabídka i registrace emise na veřejném trhu je ovlivněna jistým typem regulace, vyžaduje tedy specifické kroky při přípravě emise. Zjednodušením celého procesu by bylo například umístit dluhopisy pouze na omezený okruh investorů [14].

2.4.1.1 Rozpoznání potřeb

Finanční potřeby jsou pro každou společnost specifické. Vedení firmy by mělo pro své potřeby zvážit co nejvíc alternativ, aby vybralo tu adekvátní. S touto volbou může pomoci například tým odborníků z významnější banky, kteří by měli být schopni v rozumném časovém úseku poradit a urychlit efektivnost celého procesu.

Dle Ježka T. a kol. (2004) splňuje základní požadavky pro uvažování nad financováním dluhopisy společnost, která:

- má dlouhodobá aktiva, které je třeba financovat dlouhodobými pasivy minimálně od objemu 1 miliardy Kč
- má stabilní a předpověditelné cash-flow
- stabilní potřebu dlouhodobých pasiv k plánovanému období
- je schopna si zajistit nebo již má rating od S+P nebo Moody's
- vytváří úsilí diverzifikovat zdroje financování
- má potřebu získat velké množství prostředků v krátkém čase
- snaží se zajistit dlouhou dobu splatnosti svého dluhu
- potřebu zvýšit si publicitu a prestiž

2.4.1.2 Návrh struktury

Jestliže se společnost rozhodne emisi dluhopisů uskutečnit, musí si utvořit také představy o struktuře její finanční situace. Je třeba vyjasnit, jak velká by emise měla být, s jakou dobou splatnosti a v jaké měně by se měla vydávat. S tímto úzce souvisí také umístění dluhopisu a celkové stanovení týmu lidí, kteří se na vydání budou podílet. Celou představu završují kritéria pro hodnocení nabídek bank, smyslem této činnosti je celkové ujasnění potřeb financování a návrh kritérií pro pozdější vyhodnocení předložených nabídek [14].

2.4.1.3 Podání nabídky financování

Potencionální emitent si vytipuje skupinu obchodníků s cennými papíry s dobrým renomé a zašle jim výzvu k podání nabídky financování. V tomto dokumentu se společnost představí a popíše své plány a záměry, kde požádá obchodníky s cennými papíry o strukturované předložení nabídky na roli aranžéra emise. Je vhodné, aby součástí této struktury byl například popis situace na trhu a strategie umístění, celková cena, míra závaznosti, představa o dokumentaci a časovou osou přípravy emise.

Je vhodné, aby obchodník předložil reference a zkušenosti, předem určil termín pro předložení této nabídky a také určil kontaktní osoby pro případnou doplňující komunikaci. Většinou se tato nabídka předkládá ve více alternativách, aby bylo vhodné najít optimální řešení pro danou situaci [14].

2.4.1.4 Nabídky od obchodníků s cennými papíry

V této části přípravy na emisi se vrátí energie vložená do prvotních příprav. Čím lépe byl návrh strukturován, tím kvalitnější jsou obdrženy nabídky od obchodníků s cennými papíry. Následuje konzultace a podrobnější vysvětlení alternativních nabídek od jednotlivých obchodníků. Začínající emitent, který není v této problematice příliš vzdělaný, si může na pomoc přizvat kvalifikovaného externího poradce. V případě většího či komplikovaného projektu je vhodné uvažovat o dvoukolovém výběru obchodníka, kde v prvním kole zúží emitent svůj potenciaální výběr a ve druhém kole vytvoří finální rozhodnutí na základě například ústní prezentace [14].

2.4.1.5 Výběr obchodníků s cennými papíry a právních poradců

Na základě hodnocení předložených nabídek si emitent vybere obchodníka s cennými papíry. Zohlední přitom předem stanovená kritéria a jejich jednotlivé váhy, které si předem stanovil. K výběru obchodníka s cennými papíry je na místě si také vybrat právního poradce, který připraví dokumentace a naplánovat schůzku s auditorem, který vystaví posudek týkající se finančních údajů o emitentovi pro dokumentaci [14].

2.4.1.6 Mandátní smlouva

Podepsáním mandátní smlouvy vzniká skutečný závazek mezi emitentem a obchodníkem s cennými papíry. Pověřuje obchodníka s cennými papíry vydáním dluhopisů. Popisuje veškeré právní náležitosti a vztahy mezi oběma stranami. Obsahuje vytvořený závazek, kdy se jej lze zříct, doložka o důvěrnosti, všechny poplatky za odstoupení od smlouvy i veškeré komerční podmínky [14].

2.4.1.7 Konkretizace struktury emise

Jedná se prakticky o druhou fázi návrhu struktury emise. Náleží jí větší důležitost než fázi první. Je konkrétnější a probíhá již ve spolupráci emitenta s aranžérem. Obě strany společnými silami pracují na přesné určení struktury emise. Společně se strukturou emise se pracuje také na naplánování celého časového harmonogramu, rozdělení dílčích úkolů a staví se základní kámen marketingu. Přípravuje se také analýza a prezentace

investorům. Jednotlivé úkoly jsou rozděleny mezi jednotlivce nebo skupiny a celý proces se dává do pohybu [14].

2.4.1.8 Due diligence

Tento bod znamená právní a finanční prověrku budoucího emitenta nebo projektu. Prověrka obnáší zjištění údajů o finanční situaci emitenta, jeho výrobní a obchodní činnosti a právním kontextu jeho podnikání. Celý tento proces organizuje aranžér emise, protože je morálně zodpovědný za úplnost a pravdivost informací zahrnutých v prospektu. Právní zodpovědnost náleží vedení společnosti. Celý tento proces je v případě opakovaného vydávání cenných papírů zjednodušen [14].

2.4.1.9 Dokumentace

Příprava potřebné dokumentace k emisi dluhopisu se liší trh od trhu. Na trhu českém obnáší mandátní smlouvy, prospekt, smlouvy o úpisu emise, smlouvy mezi manažery, smlouvy o administraci, o zaknihování cenných papírů a různých žádostí. Prvotní návrh přichází od právního poradce aranžéra, právníci emitenta jej společně s emitentem pouze komentují. Pro úspěšné zvládnutí emise je kvalitní dokumentace stěžejní. Nejdůležitější situace, které by mohly nastat ohrožující vztah emitenta s investorem bývají v dokumentaci ošetřeny obecně a předem [14].

2.4.1.10 Marketing

Dochází k prvotnímu kontaktu aranžéra s investory, který provádí průzkum zájmu. Aranžér začne potencionální investory připravovat na emisi a přizpůsobovat ji zájmům trhu. Zkušený aranžér by měl rozpoznat představu o výnosu a za jakou cenu je možné emisi vydat. Vytipuje si vhodný typ investorů, které bude vhodné později oslovit [14].

2.4.1.11 Návrh ceny

Jakmile je proveden průzkum trhu, dají se nastavit i reálná očekávání zájmu. Odezvou na tento odhad by mělo být vhodné odhadnutí objemu emise a určení výnosu. Část výnosu náleží aranžérovy emise, který zajišťuje distribuci investorům. Je poskytnuta ve formě slevy na kupní ceně. Tato odměna je kompenzací za práci při rozprodeji dluhopisů a pro emitenta je součástí nákladů financování, proto je na ni nutno brát ohled v souznění s celkovým přáním emitenta na výnosnost. V případě zjištění malého zájmu nebo nedostatečného výnosu aranžér navrhne emitentovi alternativní řešení [14].

2.4.2 Zahájení emise dluhopisů

Ve chvíli, kdy jsou všechny předchozí body splněny, je emise připravena ke vstupu na trh.

2.4.2.1 Zahájení nabídky

Jedná se o nejdůležitější okamžik celé emise. Ve chvíli, kdy jsou finanční parametry odsouhlaseny emitentem, může emitent předložit trhu nejdůležitější údaje o emisi a vyzvat investory k nákupu nově připravovaných cenných papírů. Tuto výzvu ve většině případů uskuteční skrze finanční informační síť. Zvací dokument musí být předem odsouhlasen Komisí pro cenné papíry a obsahuje základní údaje emise, předběžný prospekt a harmonogram emise. Investoři zašlou aranžérovi své nabídky, kde uvedou objem poptávaných dluhopisů [14].

2.4.2.2 Syndikace, distribuce

Obchodníci s cennými papíry, kteří nakupují dluhopisy pro přeprodej svým klientům tvoří syndikát pro upsání emise. Aranžér tento syndikát vede a vyjednává jeho jménem s emitentem znění smlouvy o úpisu dluhopisů. Členové tohoto syndikátu mezi sebou podepíší smlouvu, která stanoví že po určité době od uskutečnění emise nesmí být dluhopisy na trhu nabízeny pod předem danou minimální hodnotou. Tato smlouva pomáhá stabilizovat cenu nové emise, slouží k ochraně koncových investorů.

Je důležité, aby emitent měl na trhu vhodné zastoupení. Zaručují dostatečnou likviditu emise i po jejím vydání. Na cenu po vydání může mít vliv mnoho faktorů, jako změna úrokových sazeb či zveřejnění pozitivních a negativních zpráv o emitentovi [14].

2.4.2.3 Podpis dokumentace

Dokumentace k emisi je výsledkem vzájemné spolupráce obou stran a jejich právníků, která proběhla již před začátkem nabídky dluhopisů na trhu. Protistrany těchto vzniklých smluv vznikají však až s vytvořením syndikátu. Protistrany mohou vznést připomínky, ale jejich vyřešení je otázka pár dnů. Právní zástupce aranžéra zajistí podepsání smluv všemi potřebnými stranami a zajistí, zda jsou všechny náležitosti jako právoplatnost podpisů splněny.

Jakmile jsou i všechna prohlášení a potvrzení vyřízeny je dokumentace dokončena. Celý tento proces završuje kontrola provedení odkládacích podmínek smluv ze strany aranžéra.

Jedná se o úkony jako vzájemná doručení právních listin, platby odměn, poplatků atd [14].

2.4.2.4 Zaevidování emise a primární vypořádání

U zaknihovaných dluhopisů vydaných v České republice se zaevidování emise provádí ve Středisku cenných papírů. Administrátor získá plnou moc od emitenta a požádá SCP o založení registru cenného papíru. Jakmile jsou splněny odkládací podmínky tak ve spolupráci s centrálním depozitářem cenných papírů jsou naplněny podklady pro připsání dluhopisů na účty prvonabyvatelů. Tato spolupráce vede k zabezpečení připsání dluhopisů pouze na účty těch, kteří zaplatili kupní cenu. Číslo účtu, na které si emitent přeje obdržet prostředky z emise, je uvedeno v podkladech. Ty jsou dodány SCP a centrálnímu depozitáři cenných papírů s předstihem [14].

2.4.2.5 Uvedení emise dluhopisů na burzu

Uvedení dluhopisů na jeden ze tří trhů Burzy cenných papírů Praha (BCCP) je důležitou částí celého procesu. Na některém z těchto trhů je naprostá většina emisí. Přítomnost dluhopisů na burze zaručuje efektivní fungování trhu a někteří investoři jsou dokonce zákonem ovlivněni natolik, že smejí nabývat pouze cenné papíry registrované na jednom z burzovních trhů. Uvedení emise na burzu zpracovává nejčastěji aranžér emise.

Podmínky pro přijetí na BCCP jsou téměř stejné jako požadavky zákona o cenných papírech. Je zde třeba doložit povolení k vydání emise a k jejímu obchodování na veřejném trhu udělené Komisí pro cenné papíry, doklad o udělení registračního kódu emise ISIN a doklad o zaevidování emise ve Středisku cenných papírů. Tuto žádost prezentuje koteční agent Kotečnímu výboru BCCP, kde zodpovídá případné dotazy a následně se o přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu rozhoduje hlasováním.

Žádost o uvedení emise na burzu lze podat ještě před datem emise [14].

2.4.2.6 Obchodování s dluhopisy

Cenu dluhopisů určuje základní nabídka a poptávka po dluhopisu, ale ta je ovlivněna mnoha faktory. Efektivní trh bere v potaz dostupné informace o emitentovi, výsledcích jeho hospodaření a jak se mu daří v jeho oboru. Celkově existence dluhopisů na veřejném trhu značí, že společnost má kvalitní přístup ke zdrojům financování, které může využít pro expanzi a rozvoj [14].

2.4.2.7 Informační povinnost emitenta cenného papíru

V případě, kdy je emise dluhopisů obchodována na trhu veřejném je emitent povinen dle zákona předložit veškeré potřebné informace organizátorovi veřejného trhu. Tuto povinnost upravuje zákon č.591/1992 Sb. o cenných papírech [14].

2.4.3 Poplatky spojené s emisí

S emisí dluhopisů jsou spojeny následující poplatky. Jednorázový za přijetí emise v hodnotě 50 000 Kč (u krátkodobých dluhopisů 5 000 v případě regulovaného trhu), další jednorázový poplatek za přijetí dluhopisového programu 100 000 Kč a roční poplatek za obchodování emise ve výši 0,05 % z objemu emise, maximálně však 300 000 Kč v případě oficiálního trhu; v případě regulovaného trhu roční poplatek za obchodování emise ve výši 10 000 Kč [15].

2.5 Výhody a nevýhody dluhopisů

Emise dluhopisů obnáší řadu kladů a záporů, které management musí před zvolením tohoto způsobu financování zvážit [16].

Nejpodstatnějšími výhodami jsou:

- Šance na získání velkého množství externích finančních zdrojů, které jsou splatné až po delším časovém úseku; mezitím jsou vypláceny pouze kupóny
- Pokud si emitent připraví emisní podmínky, může bezplatně splatit celý objem emise
- Emitent po celou dobu emise vyplácí fixní kupónové sazby nezávisle na úrokových mírách
- Vlastník dluhopisů nemá právo zasahovat do řízení společnosti ani další speciální práva
- Objektivní ohodnocení od ratingových společností, na rozdíl od bankovních institucí

Nejpodstatnějšími nevýhodami jsou:

- Povinnosti vyplácet kupónové platby a vysoké administrativní náklady s touto platbou
- Splacení jmenovité hodnoty
- Růst zadluženosti firmy
- Nákladovost emise, pokud nedosahuje velkého objemu
- Emitent musí mít vybudované dobré jméno pro kladné ratingové hodnocení
- Nelze refinancovat

Závěrem, tato kapitola se zabírala prvním parciálním cílem teoretické analýzy dluhopisů a jejich uvedení na trh. Rozčlenila dluhopisy do specifických kategorií, vymezila jejich náležitosti a popsala proces emise dluhopisů.

Firma se rozhodla dluhopisové financování uplatnit. Dokáže takto získat větší obnos finančních prostředků, které může využít v případě financování z více zdrojů. Jakmile má firma větší obnos vlastních prostředků a je tak méně rizikovým dlužníkem, obdrží v bance lepší nabídku na úvěr.

3 ANALÝZA AKTUÁLNÍHO VÝVOJE FINANČNÍHO TRHU

Cílem této kapitoly je analyzovat soudobé podmínky na finančním trhu v České republice s důrazem na nemovitostní trh. Aktuální podmínky celkového finančního trhu budou nastíněny v porovnání se světem. Tyto podmínky budou kvůli jednotnosti vycházet z nejnovějších dat aktuálním k lednu 2020 a zaměří se na data makroekonomická a kapitálové trhy. Data pro analýzu nemovitostního trhu v České republice zahrnou vliv epidemie COVID-19 a jsou aktuální ke konci prvního kvartálu 2020.

3.1 Makroekonomická data

Úvodním ukazatelem jsou makroekonomická data České republiky a ve světě podstatných ekonomických států doplněné o sousedy ČR. Mezi nejdůležitější ukazatele patří vývoj růstu HDP, stav inflace a s tím související nezaměstnanosti. Obzvláště inflace může být pro případného investora velmi směřodátný ukazatel, protože před ní bude chtít uchránit vložený kapitál. Inflace v České republice byla v roce 2018 na 2,1 % a v roce 2019 na 2,8 %. HDP reflektuje sílu ekonomiky států, motivuje investory k výdajům a investicím.

Tabulka 2: Makroekonomická data ve světě

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: Comsense analytics, 2020)

Země	Růst HDP %	Inflace %	Nezaměstnanost %
ČR	2,5	3,2	2,9
Čína	6,0	4,5	3,6
Francie	1,4	1,5	8,6
Německo	0,5	1,5	3,1
Polsko	3,9	3,4	5,1
Slovensko	1,3	3,0	4,9
Velká Británie	1,1	1,3	3,8
USA	2,1	2,3	3,5

Dalším důležitým ukazatelem jsou základní úrokové sazby centrálních bank. Pro srovnání jsou v tabulce uvedeny, společně s Českou národní bankou, centrální banky USA, Evropy, Anglie a Číny. Čím nižší sazby jsou, tím levněji se peníze dostanou do oběhu. Pro dluhopisové financování to znamená zvýšení výhodnosti alternativního zdroje, a to úvěrového financování.

*Tabulka 3: Základní úrokové sazby
(Zdroj: Vlastní zpracování dle: Comsense analytics, 2020)*

Centrální banka	Základní sazba %
US Federal Reserve System	1,5-1,75
European Central Bank	0
Bank of England	0,75
People's Bank of China	4,15
Česká národní banka	2

Jednotlivé státy emitují státní dluhopisy. V tabulce na následující straně je stručné porovnání státních dluhopisů jednotlivých států na 3, 5 a 10 let. Hodnoty v tabulce uvádějí roční výnos v procentech. Lidé mají zájem o státní dluhopisy, protože jsou jedním z nejméně rizikových instrumentů. Slouží jako udržitel hodnoty peněz. Nenabízejí však investorům příliš vysoký zisk, ve většině případů investor nepokryje svůj kapitál ani před inflací.

Tabulka 4: Výnos státních dluhopisů

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: Comsense analytics, 2020)

Emitent/Výnos	3 roky	5 let	10 let
ČR	1,53	1,43	1,64
Čína	2,54	2,77	3,04
Francie	-0,54	-0,42	-0,02
Německo	-0,62	-0,41	-0,27
Polsko	1,71	1,92	2,26
Slovensko	-	-0,26	-0,06
Velká Británie	0,39	0,43	0,63
USA	1,52	1,57	1,76

3.2 Úrokové sazby

Podnik u dluhopisů musí rozhodnout, zda nechá výnos fixní anebo se rozhodne vázat výnos na referenční úrokovou sazbu. Pro utvoření tohoto důležitého rozhodnutí je třeba sledovat vývoj sazeb a stanovit potřebné prognózy pro jejich budoucí vývoj.

Rozdílem mezi sazbou PRIBOR a repo sazbou je takový, že repo sazba je měnově politickou sazbou centrální banky. Sazby na mezibankovním trhu mohou kromě sazeb centrální banky odrážet tržní faktory, jako je likvidní prémie, kreditní riziko protistrany apod. [17]

3.2.1 Vývoj repo sazby

Pro predikci vývoje repo sazby je třeba brát v potaz i její vývoj po finanční krizi na počátku tohoto století, jelikož touto dobou docházelo k obdobné situaci jako za COVID-19. Česká ekonomika se nacházela v úpadku, proto byla podpořena snížením úrokových sazeb. Dopad na Českou republiku byl oproti světu o pár let opožděn. V tabulce vývoje repo sazby na následující straně je proto jako první datum pro sledování repo sazby určen rok 2008, kdy udeřila krize udeřila. Nutné je zmínit, že v tabulce není uveden kompletní vývoj repo sazeb, pouze nastíněn její vývoj.

Tabulka 5: Vývoj repo sazby

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: ČNB: Často kladené otázky: Vývoj repo sazby, 2020)

Platná od	%
07.11.2008	2,75
07.05.2010	0,75
29.06.2012	0,50
01.10.2012	0,25
02.11.2012	0,05
03.11.2017	0,50
02.11.2018	1,75
03.05.2019	2,00
07.02.2020	2,25
17.03.2020	1,75
27.03.2020	1,00
11.05.2020	0,25

Z předchozí tabulky lze vyčíst, že finanční krize v roce 2008 donutila Českou národní banku k postupnému snižování repo sazby. Repo sazba se držela na rekordně nízkých hodnotách od roku 2012 až do roku 2017, kdy došlo k postupnému navyšování. V roce 2020, s celosvětovou pandemií, došlo k zásadnímu zpomalení celé ekonomiky.

3.2.2 Vývoj sazby PRIBOR

PRIBOR je odhad úrokové sazby, za kterou by byla referenční banka ochotna poskytnout depozitum jiné bance na mezibankovním trhu. Česká národní banka tuto stavbu nestanovuje ani negarantuje. ČNB vyhláší pouze pravidla pro její výpočet. V tabulce na této stránce lze vidět vývoj sazby PRIBOR v hodnotách se týkají tříměsíční sazby [17].

Tabulka 6: Vývoj sazby PRIBOR

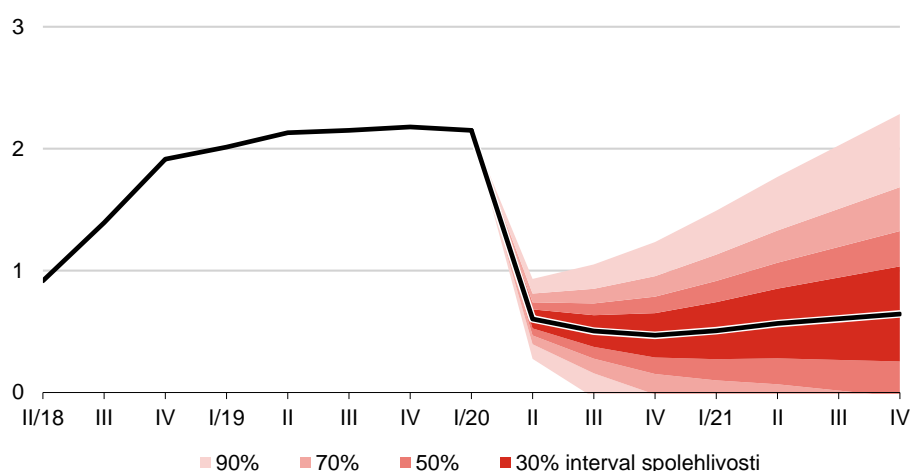
(Zdroj: Vlastní zpracování dle: ČNB: Měnová politika: Vývoj sazby PRIBOR, 2020)

Platná od	%
30.11.2008	4,24
31.05.2010	1,27
30.06.2012	1,21
31.10.2012	0,71
30.11.2012	0,54
30.11.2015	0,29
30.11.2017	0,71
30.11.2018	1,99
31.05.2019	2,19
29.02.2020	2,34
31.03.2020	2,00
30.04.2020	0,97
31.05.2020	0,46

Odhad úrokové sazby ve srovnání s repo sazbou je v některých případech odlišný a lze prohlásit, že odhad se vždy nemusí setkat s realitou. Tento jev lze připsat nenadálým událostem ve světě. Nejvíce to jde poznat u vývoje tříměsíční sazby PRIBOR po předchozí finanční krizi. Po překlenutí této krize sazba PRIBOR kvalitně určovala vývoj sazeb.

3.2.3 Prognóza

Česká národní banka pravidelně vydává prognózu ohledně vývoje tříměsíční sazby PRIBOR. Aktuální prognóza vydána ČNB k 7.5.2020 je následující.



Graf 2: Prognóza PRIBOR

(Zdroj: ČNB: Měnová politika: Prognóza PRIBOR, 2020)

Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy úrokových sazeb 3M PRIBOR odrážejí predikční schopnost minulých prognóz (kromě období kurzového závazku). Jsou symetrické, lineárně se rozšiřující a zdola omezené nulovou dolní hranicí.

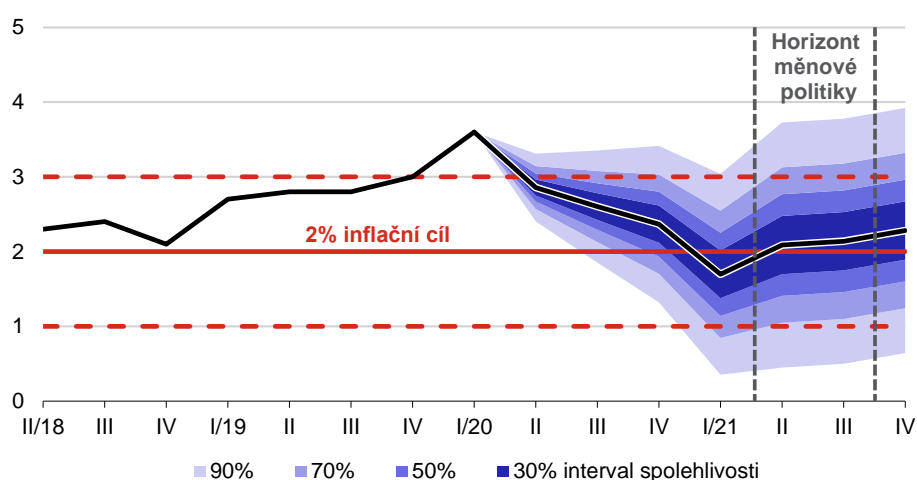
Tabulka 7: Úrokové sazby 3M PRIBOR

(Zdroj: ČNB: Měnová politika: Prognóza, 2020)

Ukazatel	Rok	Ve výši
Úrokové sazby 3M PRIBOR	2020	0,9 %
	2021	0,6 %

Prognóza České národní banky očekává pokračování poklesu úrokových sazeb. Tato očekávání mohou být i z důvodu přijímaných opatření, které téměř jistě vyvolají v ekonomice recesi. ČNB v reakci na pandemii snížila repo sazbu během 2 měsíců o celé 2 %, vyzvala banky k zadržení dividend a zmírnila podmínky pro poskytování hypoték.

S poklesem vývoje úrokových sazeb souvisí i inflace. Patří mezi nejdůležitější makroekonomická data a sledování jejího průběhu je pro ucelený pohled na stav ekonomiky velmi důležitý. Aktuální prognóza inflace vydána ČNB k 7.5.2020 je následující.



Graf 3: Prognóza inflace

(Zdroj: ČNB: Měnová politika: Prognóza inflace, 2020)

Poznámka: Intervaly spolehlivosti prognózy celkové inflace odrážejí predikční schopnost minulých prognóz a jsou symetrické. Rozšiřují se pouze pro prvních pět čtvrtletí, poté zůstávají konstantní, což odpovídá jak minulým predikčním schopnostem, tak stabilizační roli měnové politiky.

Tabulka 8: Meziroční celková inflace

(Zdroj: ČNB: Měnová politika: Prognóza, 2020)

Ukazatel	4/20	5/20	6/20
Meziroční celková inflace	3,0 %	2,6 %	2,9 %

Česká národní banka očekává během následujícího roku rychlý pokles inflace. Tohle očekávání může být stanoveno i celkovým poklesem poptávky na trhu kvůli pandemii a jejím důsledkům. Tento pokles by se měl přímo promítnout do inflace. Inflační cíl stanovený ČNB jsou 2 % a hodnota inflace by se měla do roku 2021 dostat do jeho blízkosti.

3.3 Kapitálové trhy

Analýza kapitálových trhů je důležitá pro utvoření představy, jak se dluhopisy a jejich výnos na trhu pohybují. Nejprve je vyjádřen akciový index 600 největších firem ze 17 zemí v Evropě, doplněn o nejvíce zastoupené sektory a dividendový výnos v procentech. Pro porovnání jsou nadále zobrazeny výnosy státních dluhopisů ve světě a v ČR, na které navazuje výnos vybraných korporátních dluhopisů v ČR a dluhopisových podílových fondů. Tyto údaje slouží pro lepší vytvoření představy ohledně nabízených výnosů a ostatních parametrů.

Hlavní akciový index STOXX Europe 600 nevykazuje v posledních letech zásadní růst, jak je nastíněno v tabulce níže. To je způsobeno i z důvodu, že řadu evropských zemí trápí i nezaměstnanost, zadlužení a další specifické problémy. V Evropě taktéž není zastoupený technologický sektor, který v posledních letech hraje na akciových trzích prim.



Graf 4: Vývoj indexu STOXX Europe 600
(Zdroj: Comsense analytics, 2020)

Tvrzení, že technologický sektor není příliš zastoupen na akciových trzích, potvrzuje přehled nejvíce zastoupených sektorů v rámci západoevropského regionu. Jednoznačně totiž dominují odvětví jako jsou finance, průmysl nebo spotřebitelský sektor. Poměr P/E vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii.

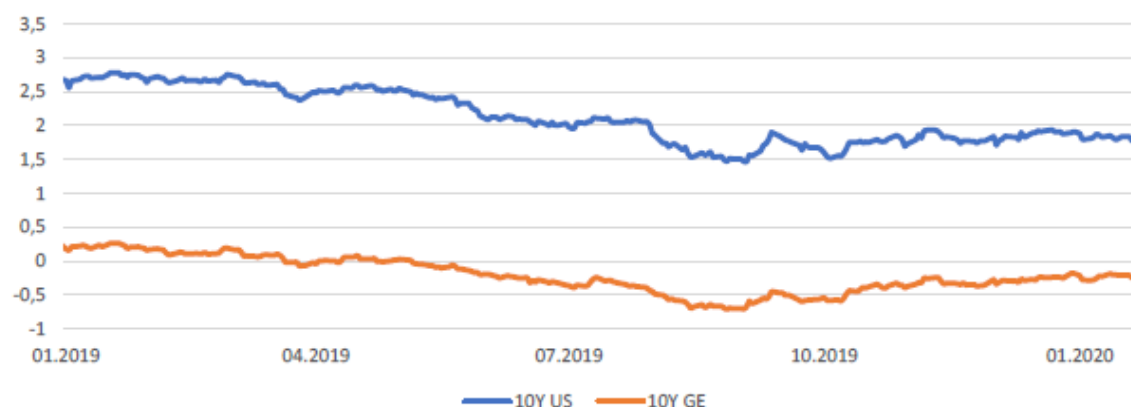
Tabulka 9: Nejvíce zastoupené sektory v západoevropském regionu

(Zdroj: Comsense analytics, 2020)

	Tržní kapitalizace (mld. USD)	P/E	Div. Výnos v %
Akciový trh vyspělá Evropa	17 034	17,3	3,1
Finance	2 660	9,0	4,7
Průmysl	2 484	20,9	2,5
Zdravotnictví	2 201	28,4	2,1

3.3.1 Dluhopisy svět

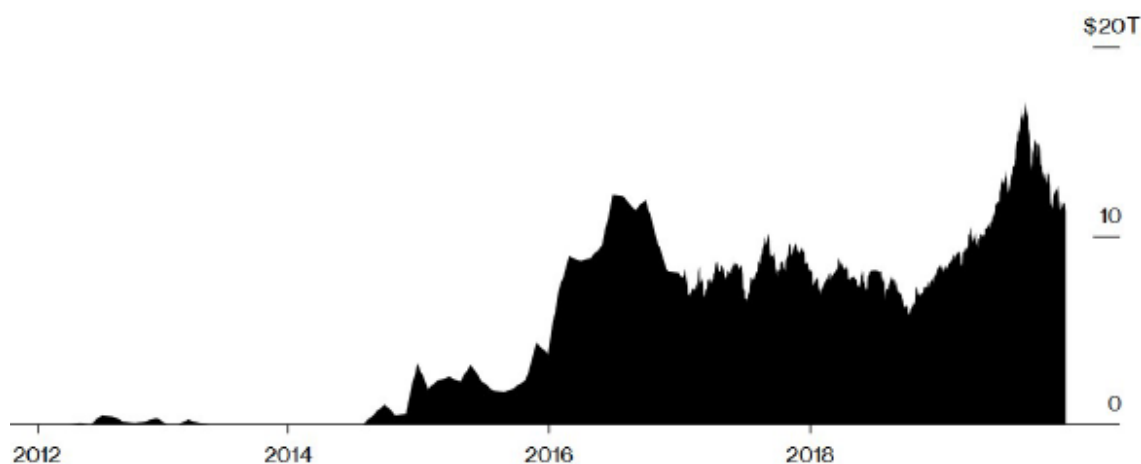
V průběhu roku 2019 byly dluhopisové výnosy pod tlakem uvolněné měnové politiky centrálních bank. Výnos do splatnosti desetiletého vládního dluhopisu Spojených států propadl o necelý jeden procentní bod, zatímco německý dluhopis se stejnou splatností se s výnosem posunul pouze o půl procentního bodu. Tento vývoj je zaznamenán v následujícím grafu.



Graf 5: Vývoj výnosu desetiletých vládních dluhopisů USA a Německa

(Zdroj: Comsense analytics, 2020)

V roce 2019 nastala velmi zajímavá situace, kdy se třetina všech dluhopisů s investičním ratingem obchodovala se záporným výnosem. Kupující tak vstupovali do obchodu s tím, že nakupují cenný papír, který jim při držbě do splatnosti vygeneruje jistou ztrátu. Tato situace byla způsobena obrovskou poptávkou investorů po bezpečném úložišti prostředků, kdy trhem otřásla nejen převrácená výnosová křivka amerických vládních dluhopisů. Situace se ovšem začala stabilizovat, jak je v následujícím grafu uvedeno.



Graf 6: Tržní cena dluhopisů s negativním výnosem s Bloomberg Barclays Global-Aggregate indexem
(Zdroj: Bloomberg, 2020)

3.3.2 Dluhopisy ČR

V průběhu roku 2019 došlo v květnu k zvýšení základní sazby ČNB. Navzdory tomu nastal propad výnosů korunových státních dluhopisů, což souviselo se zahraničním děním. Výnosy však od propadu získaly vzestupnou tendenci. Pro korunové investory státní dluhopisy nenabízí příliš velkou atraktivitu, viz. tabulka výnosu státních dluhopisů.



Graf 7: Výnos desetiletého státního dluhopisu ČR
(Zdroj: Comsense analytics, 2020)

3.3.2.1 Příklad dluhopisů v ČR

Průřez výnosů pro investora vybraných dluhopisů v ČR. Firmy byly vybrány z různorodých odvětví pro lepší představu výnosů. V následující tabulce je ke každé firmě uvedeno její odvětví, roční výnos v procentech a délka splatnosti.

*Tabulka 10: Výnosy vybraných dluhopisů v ČR
(Zdroj: Stránky jednotlivých firem a obchodníků s CP, 2020)*

Firma	Odvětví	Výnos v %	Splatnost v rocích
J&T ENERGY FINANCING CZK IV, a. s.	Energie	5,60	3
ALTISPORT	Obchod	8,00	3
NATLAND	Development	5,75	7
CZECH HOME CAPITAL, a.s.	Nemovitosti	5,00	5
CZECH HOME CAPITAL, a.s.	Nemovitosti	4,75	3
HEUREKA FinCo CZ, a.s.	Obchod	5,25	5
NOBO Holding, s.r.o.	Nemovitosti	8,15	3
DRFG, a.s.	Nem./Telco	5,00	5
DRFG, a.s.	Nem./Telco	6,00	7
OM Březiny 99, s.r.o.	Nemovitosti	8,60	3

3.3.3 Dluhopisové podílové fondy

Nejlépe si v roce 2019 vedly dynamické fondy zaměřené na korporátní dluhopisy, jako fond CS korporátní dluhopisový. Právě tyto fondy roce 2018 však generovaly největší ztráty. Největší fondy však s ochraněním prostředků před inflací bojovaly, jak jde vidět v tabulce na následující straně, podařilo se to pouze dvěma z pěti. NAV vyjadřuje hodnotu čistého obchodního jmění a TER celkovou nákladovost fondu. Tyto údaje jsou doplněny o výnos v předchozích dvou letech v procentech.

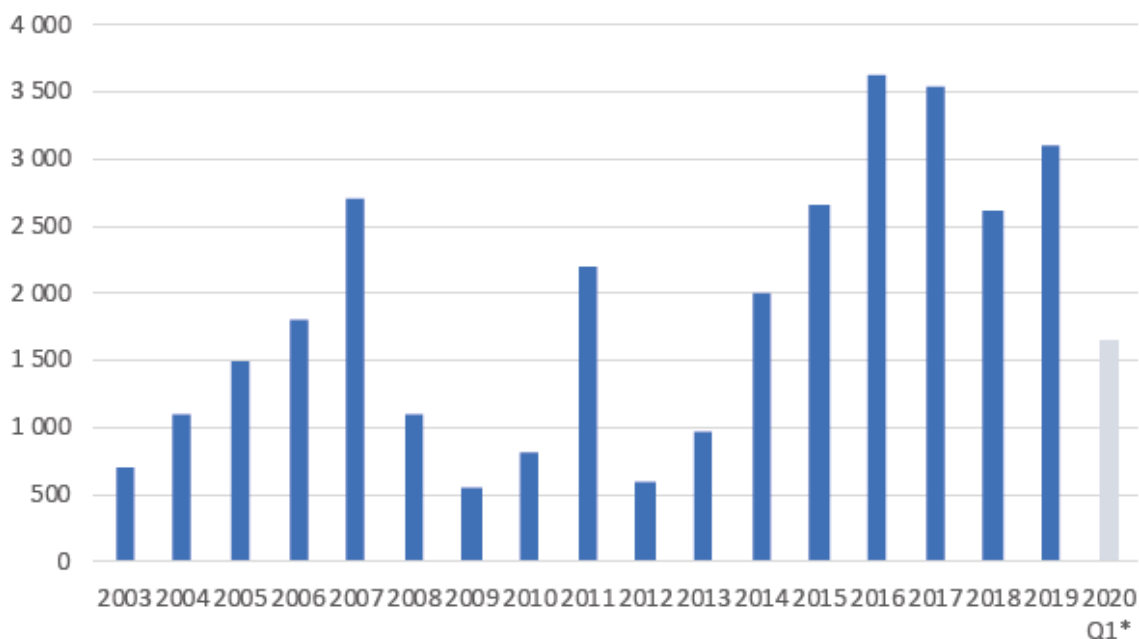
Tabulka 11: TOP 5 největších podílových fondů v ČR
(Zdroj: Stránky jednotlivých firem a obchodníků s CP, 2020)

Fond	Společnost	NAV (mil. CZK)	2019	2018	TER
CSOB Premiera	CSOB Asset Management	17,57	1,14	-	0,55
SPOROBOND	Erste Asset Management	16,15	3,75	-0,80	0,70
Amundi CR Kratkodoby	Amundi Czech Republic	15,84	1,22	0,25	0,48
SPOROINVEST	Erste Asset Management	12,13	1,24	-0,34	0,60
JT MONEY CZ	JT Investicni Společnost as	8,97	3,63	2,07	1,29

3.4 Nemovitostní trhy

Firma působí na nemovitostním trhu, kde obdržel příležitost k expanzi. Pro vyhodnocení této příležitosti a obecně výhodnosti rozvojového projektu, je třeba konkrétně analyzovat jednotlivé sektory českého nemovitostního trhu. Firma do dnes působila v oblasti kancelářských prostor, plánuje diverzifikovat své nemovitostní portfolio do nájemního bydlení.

Český trh nemovitostí zaznamenal v prvním kvartálu roku 2020 velkou aktivitu. Realizováno bylo celkem sedmnáct transakcí o celkovém objemu 1,6 miliardy EUR z celkových 3,7 miliardy EUR investovaných ve střední a východní Evropě. To znamená nárůst o 126 % oproti poslednímu kvartálu roku 2019. Tento značný nárůst je ve větší části dán jedinou transakcí, a to akvizicí rezidenčního portfolia Residomo švédskou společností Heimstaden Bostad. Tato transakce dosáhla objemu 1,3 miliardy EUR, tj. 78 % kvartálního objemu. Svým objemem se transakce zapsala jako největší obchod na českém trhu v historii. Značnou transakcí byl také nákup hotelu Carlo IV francouzskou společností Covivio, v rámci portfolia osmi hotelů v Evropě. V hlavním městě Praha změnilo vlastníka OC Kotva, které koupila společnost Generali Real Estate. Objem investic v milionech EUR je zobrazen v grafu na následující straně.



Graf 8: Objemy investic v milionech EUR

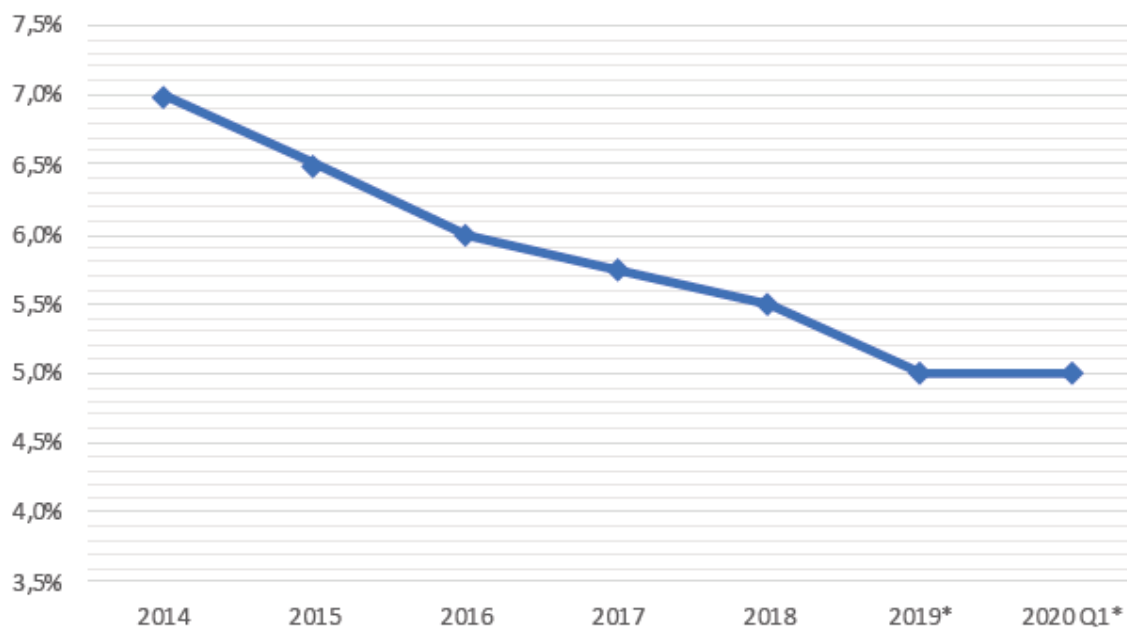
(Zdroj: CBRE, 2020)

3.4.1 Kanceláře

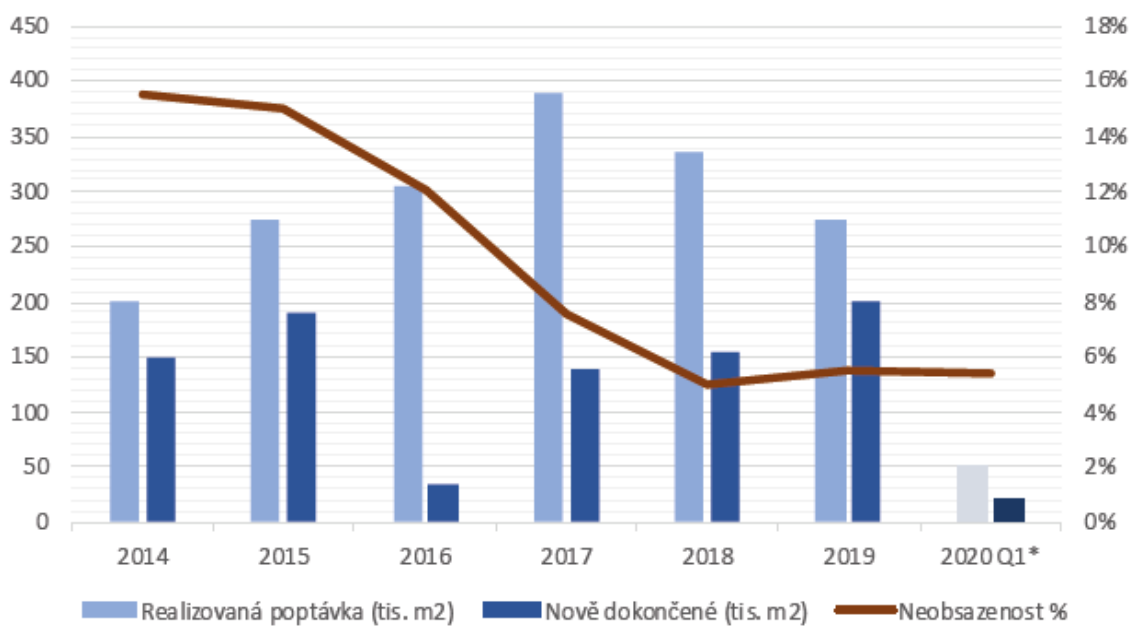
V prvním kvartálu bylo na pražský trh s kanceláři dodáno 20 800 metrů čtverečních nových prostor. Praha tak celkem disponuje 3,67 miliony metry čtverečními v kancelářských prostorách. Ve výstavbě je dalších 253 700 metrů čtverečních a z toho je 41 % před pronajato. Realizovaná poptávka se propadla o 39 % oproti předchozímu kvartálu. Míra neobsazenosti se pohybuje okolo úrovně 5,4 % a prémiové nájem byly naceněny mezi 22,5-23 EUR na metr čtvereční.

V souvislosti s epidemií COVID-19 je očekávána nižší poptávka po kancelářských prostorách. Dá se očekávat růst neobsazenosti a s tím související tlak na snížení nájmů. Vzhledem na situaci ve stavebnictví, kde je omezené fungování úřadů a počet zahraničních pracovníků, bude značné množství rozpracovaných projektů nedokončeno dle plánu.

Na následující stránce je trh kancelářských prostor v Praze vyjádřen pomocí grafů. První graf popisuje výnosnost v procentech a druhý základní charakteristiky jako neobsazenost a realizovanou poptávku.



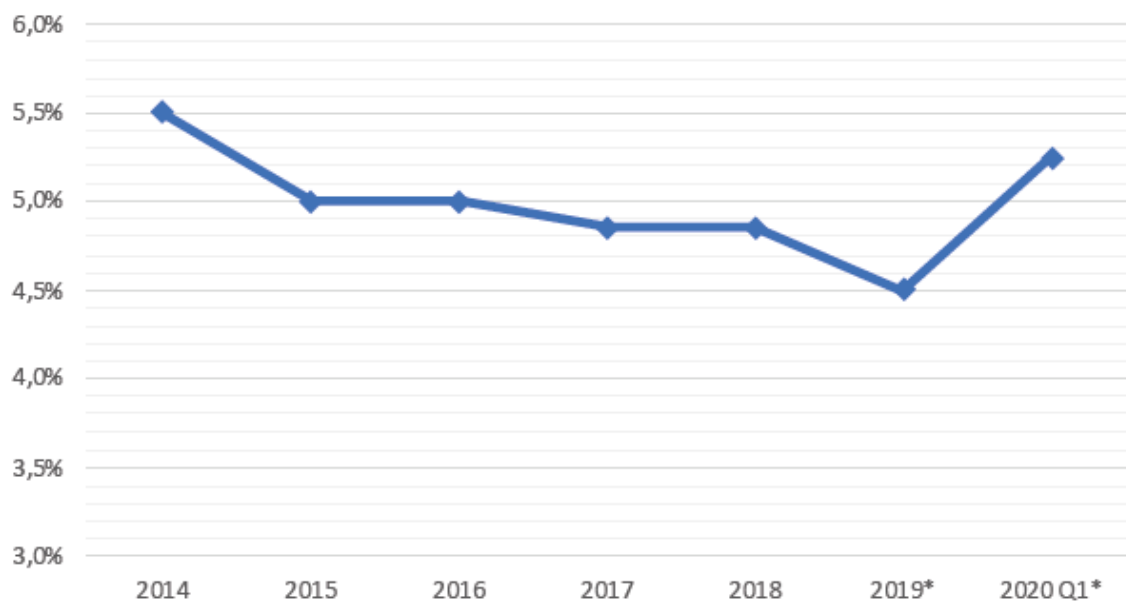
Graf 9: Trh kancelářských prostor v Praze – výnos v %
(Zdroj: JLL, *CBRE, 2020)



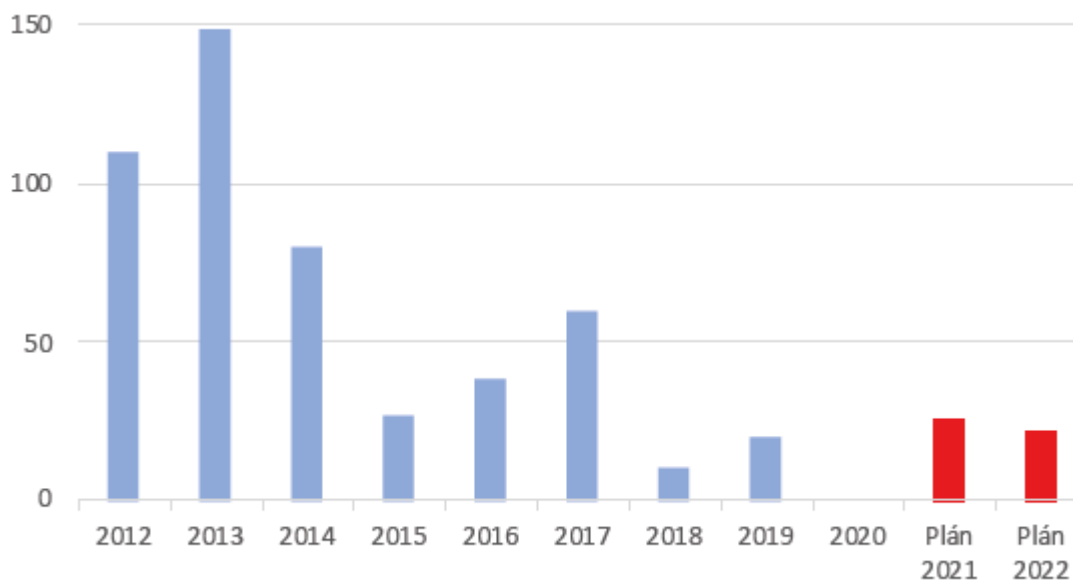
Graf 10: Trh kancelářských prostor v Praze – základní charakteristiky
(Zdroj: CBRE, 2020)

3.4.2 Retail

V prvních dvou měsících roku 2020 maloobchodní obraty vzrostly meziročně o 8,6 %. Bohužel pro tento trh je jasné, že následná restriktivní opatření budou znamenat značný zásah. Nejvíce se opatření dotkla lokalit v prestižních obchodních čtvrtích, které byly závislé na cestovním ruchu. Naopak restrikce příliš neovlivní obchody s potravinami, léky a obecně základním zbožím. Online nákupy zaznamenaly za měsíc březen meziroční nárůst tržeb o 39 %. Konkrétně nákupy léků a potravin o 30 %, domácích a zahradních potřeb o 65 %. To se ovšem říct nedá o stagnující módě a oblečení. V závislosti na podíl potravinářů a obecně otevřených obchodů klesla návštěvnost obchodních center o 50–80 %. Momentálně je ve výstavbě 16 200 metrů čtverečních. Prémiové nájmy v Praze a Brně byly naceněny na 45-60 EUR na metr čtverečních. V těch nejlépe postavených lokalitách 235 EUR na metr čtvereční. Trh retailových prostor v Praze s výnosnosti v procentech vyjadřuje následující graf. Na další straně popisuje graf development obchodních centrech.



Graf 11: Trh retailových prostor v Praze – výnos v %
(Zdroj: CBRE, 2020)



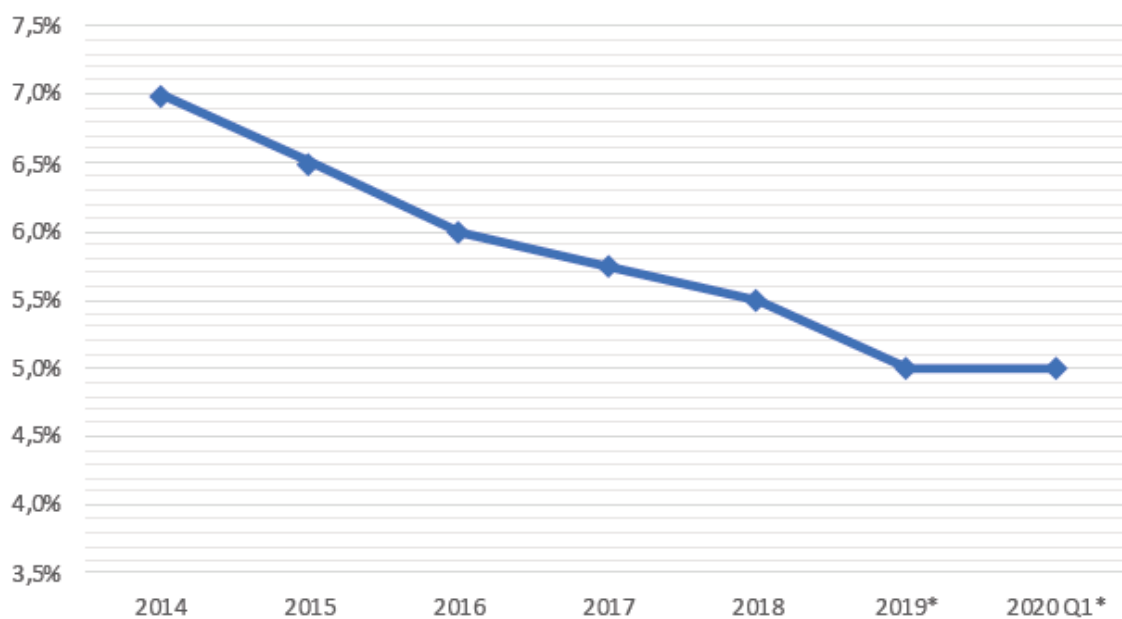
Graf 12: Obchodní centra – development v tis.m²
(Zdroj: CBRE, 2020)

3.4.3 Průmysl a logistika

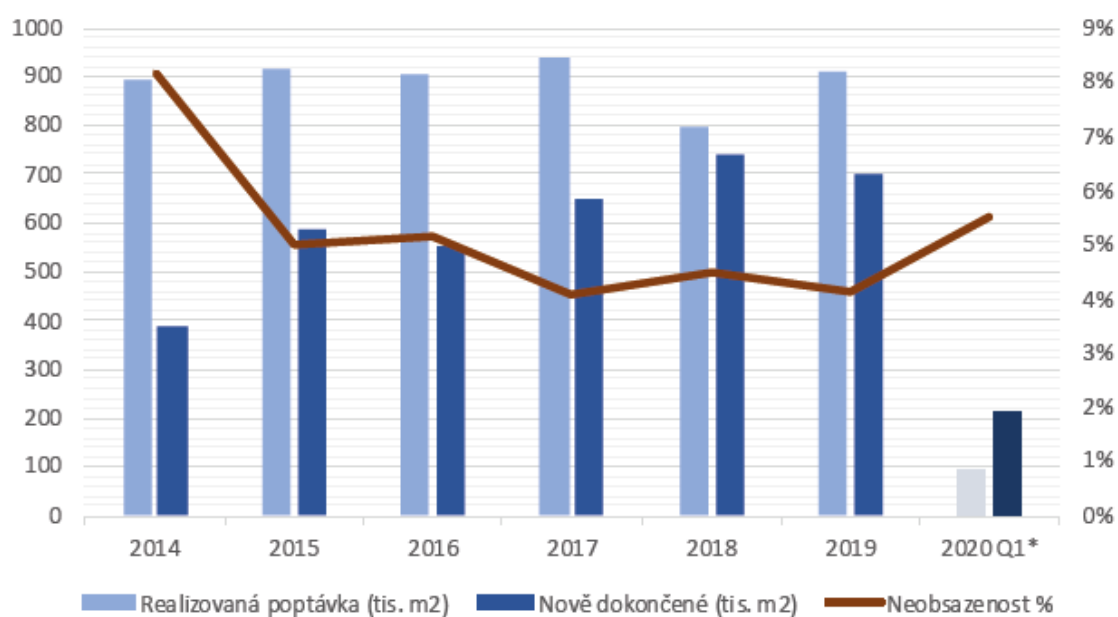
Poptávka po průmyslových nemovitostech v prvním kvartálu roku 2020 zaznamenala 63 % propad oproti minulému kvartálu. Poptávku táhli hlavně distribuční společnosti a výrobci. Rostl ovšem podíl krátkodobých pronájmů. Ve výstavbě je momentálně 532 700 metrů čtverečních, z kterých je přesná čtvrtina ve výstavbě v Moravskoslezském kraji a 23 % v kraji Plzeňském. Míra neobsazenosti vzrostla na 5,52 % a hodnota prémiových nájmu na 4,9 EUR na metr čtvereční.

Opatření související s epidemií COVID-19 způsobili výpadky v dodavatelských řetězcích a celkově ovlivnily trh nemovitostí soustředící se na průmyslovou výrobu negativně. Pozitiva přinesla situace logistiky, kde kvůli omezení kamenných prodejen roste význam online prodeje a s tím související růst poptávky po logistických prostorech.

Na následující straně zobrazují grafy nejprve trh průmyslových prostor v ČR a jejich výnosnost v procentech a poté zobrazení průmyslového trhu s podstatnými ukazateli.



Graf 13: Trh průmyslových prostor v ČR – výnos v %
(Zdroj: JLL, *CBRE, 2020)



Graf 14: Trh průmyslových prostor
(Zdroj: CBRE, 2020)

3.5 SWOT Analýza

SWOT analýza je vhodný analytický nástroj, který obsahuje informace nejenom o interní situaci podniku, ale také o vlivu prostředí. Zachycuje také pomocné i škodlivé síly, které na ně mají vliv. Použití SWOT analýzy pomáhá zaznamenat silné a slabé stránky daného podniku či projektu a možné externí příležitosti a hrozby [18]. Tato analýza byla aplikována na zadaný projekt a je znázorněna v tabulce na následující straně.

SWOT analýza pro tento projekt však nebyla vypracována dle standardních postupů. Ty obnášejí řadu vnější a vnitřních analýz, místo kterých byly využity předchozí dvě části této bakalářské práce. Limitujícími faktory jsou neúplnost informací o společnosti a jejím záměru společně s neschopností predikovat průběh pandemie. Proto byla tato analýza vypracována nestandardně a využila jako své podklady převážně analýzy této práce a zkušenosti autora v oblasti podnikání na kapitálových trzích.

*Tabulka 12: SWOT Analýza
(Zdroj: Vlastní práce, 2020)*

		K dosažení cíle	
		Pomocné	Škodlivé
Prostředí	Vnitřní	Silné stránky <ul style="list-style-type: none">- Synergie sektorů- Kredibilita společnosti- Diverzifikace portfolia	Slabé stránky <ul style="list-style-type: none">- Neúplnost informací- Přecenění projektu
	Vnější	Příležitosti <ul style="list-style-type: none">- Stabilní poptávka- Socioekonomický vývoj- Pandemie	Hrozby <ul style="list-style-type: none">- Sekundární rizika- Zájem investorů- Pandemie

Byly identifikovány tři silné stránky zamýšleného projektu a daného podniku. Tento projekt je v odvětví blízkém současné aktivitě společnosti. Ta má vybudované dobré jméno na finančním trhu a tento projekt ji dále posílí. Zároveň tak diverzifikuje své portfolio, které nebude postaveno pouze na jednom sektoru.

Z hlediska slabých stránek zásadním nedostatkem je omezená dostupnost informací uvolněných firmou, která je považuje za proprietární a důvěrné. Tyto informace nebyly sděleny kvůli konkurenci na trhu. Důsledkem toho nelze posoudit celý projekt, ale pouze širší záměr a provedení. Hodnota akvizice přesahuje výši průměrné akvizice na českém nemovitostním trhu, která činí necelých 500 milionů. Může se tak jednat o příliš velký a ambiciózní projekt.

Dále pak byly nalezeny následující příležitosti. Bydlení je stále poptávané za jakékoliv situace. Jedná se tedy o nezbytné zboží se stabilní poptávkou. Vzhledem k aktuální pandemii tráví lidé většinu času doma, odkud i pracují, a tedy mohou mít zájem o vylepšení bytové situace. Z tohoto důvodu by bylo třeba využít rychlých kroků pro provedení akvizice, aby došlo k navýšení návratnosti.

Na závěr je také třeba zmínit hrozby. Jakýkoliv projekt v tomto odvětví s sebou nese sekundární riziko, protože podnik není vystaven pouze vlastním rizikům, ale také situaci nájemníků. Způsob financování musí být kvalitně strukturalizován, aby zajistil požadovanou poptávku od investorů. Na trhu nastala unikátní situace, která přináší vysokou volatilitu a u které nelze predikovat další průběh.

Na základě této analýzy je možno vyhodnotit vhodnost daného rozvojového projektu. Silné stránky převyšují stránky slabší, především s ohledem na synergii mezi odvětvími a zároveň zajistí potřebnou diverzifikaci portfolia. Dle zadání společnosti je rozvojový projekt mimo možnosti interního financování a využití externích zdrojů je tak na místě. S ohledem na velikost a typ zamýšleného projektu je emise dluhopisů vhodným zdrojem. Postup navrhovaný firmou je v této situaci adekvátní.

Tato kapitola se zabírala druhým parciálním cílem analýzy soudobých podmínek na finančním trhu v České republice s důrazem na nemovitostní trh. Nejprve byly zobrazeny důležitá makroekonomická data v porovnání se světem, doplněna o výnosy státních dluhopisů. Po úvodních celosvětových statistikách se kapitola zaměřila na vývoj úrokových sazeb v České republice a jejich očekávanou prognózu. V rámci analytické části byl následně vypracován rozbor kapitálových trhů se zaměřením na dluhopisy. U dluhopisů byl zobrazen vývoj ve světě doplněný o aktuální stav v ČR. V rámci aktuálního stavu v ČR tato kapitola pokračovala na rozbor nemovitostního trhu, kde brala v potaz vliv situace ohledně COVID-19 na jednotlivé sektory a jejich výnosnost. SWOT analýza vyhodnotila vybraný záměr jako perspektivní a ověřila vhodnost využití externího financování prostřednictvím emise dluhopisů.

4 NÁVRH ŘEŠENÍ FINANCOVÁNÍ ROZVOJOVÉHO PROJEKTU PROSTŘEDNICTVÍM KORPORÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Předchozí kapitoly zpracovaly východiska pro externí financování rozvojových projektů firmy pomocí dluhopisů. Shruly klíčové vlastnosti dluhopisu jako zdroje financování a osvětlily možnost jejich uvedení na trh. Dále také představily aktuální vývoj na finančních trzích a také na trhu nemovitostí. Tato kapitola adresuje globální cíl této bakalářské práce vypracováním návrhu řešení rozvojového projektu na trhu nemovitostí pro zadávající společnost.

Postup vypracování globálního cíle bude následovný. Po předchozím posouzení daného záměru bude vypracován návrh realizace financování tohoto projektu, především se zaměřením na strategické uvažování nad vlastnostmi dluhopisu, harmonogramem emise a celkové nákladovosti. Celkově bude vypracován návrh řešení realizace dluhopisového financování tohoto projektu.

4.1 Parametry dluhopisu

Pro realizaci dluhopisového financování je potřeba připravit návrh struktury dluhopisu. Základní požadavky pro parametry dluhopisy budou vytyčeny v této sekci, která vychází z dříve vypracovaného teoretického zázemí a analýzy dluhopisového financování.

4.1.1 Délka splatnosti

Z hlediska splatností by firma měla jednoznačně sáhnout po dluhopisech s dlouhodobou splatností. Krátkodobé dluhopisy jsou dluhopisy peněžního trhu, které jsou vhodné pouze pro financování do 1 roku.

Aby byl produkt pro investora zajímavý, obligace by měla být s časovým ohraničením. Pro daný druh rozvojového projektu je vhodné využít na základě doporučení aranžéra krátkodobou nebo střednědobou obligaci. Ideálně se bavíme o délce splatnosti 3 až 5 let. Dluhopis se tak stane pro investora perspektivnější a lze hovořit o rychlejším obdržení financí, což je pro daný rozvojový projekt stěžejní.

4.1.2 Typ sazby

Poté, co byla určena délka splatnosti dluhopisu, je třeba stanovit jeho výnos. U něj je primární určit, zda bude výnos fixní nebo se bude odvíjet od referenční úrokové sazby. Mezi základní úrokové sazby patří repo sazba a odhad úrokové sazby PRIBOR. Repo sazba, která je stanovena Českou národní bankou a slouží jako nástroj k ovlivnění likvidity na trhu, dosahuje hodnoty 0,25 % [4]. Tříměsíční odhad úrokové sazby PRIBOR se k 7.5.2020 rovnala 0,34 %. Po předchozí krizi, v době největší volatility, se ovšem PRIBOR ukázal jako méně přesný na konkrétní hodnoty. Prognóza sazby PRIBOR značí, že se v roce 2021 dočkáme u této sazby hodnoty 0,6 % [4].

Vše nasvědčuje tomu, že v krátkodobém až střednědobém období úrokové sazby budou nadále klesat, a to společně s celkovou inflací. Inflace se pohybuje na hranici 3 % [21] a je k roku 2021 cílena na hodnotu 2 % [4]. Emitent, i z důvodu zisku výhodnější úrokové sazby od banky, musí v daném objemu rozložit složky financování na vlastní zdroje, bankovní financování a dluhopisové financování. Emise dluhopisů tak musí nastat v každém případě. Výnosnost investice by volatilní trh ovlivnit neměl, ale rozhodování investora může. V případě zvolení fixního kupónového výnosu zaručí emitent investorovi jistotu určitého výnosu a s ohledem na prognózu trhu dluhopisy s fixním kupónovým výnosem porostou na ceně. Když se úrokové sazby na trhu snižují, dluhopis roste na ceně. Jelikož doba trvání emise je plánována v horizontu 3 až 5 let, tak se změna úrokových sazeb do ceny promítne. Mezi průběhem finanční krize v roce 2008 a aktuálním stavem finančního trhu je jistá korelace a lze očekávat pokles úrokových sazeb na minimální hodnoty.

Otázkou je také aktuálnost vazby na mezibankovní úrokovou sazbu PRIBOR, jelikož v Británii se aktuálně na trhu řeší přesun vazeb z LIBORu na novou sazbu SONIA (Sterling overnight index average). Důvodem této změny je nedůvěryhodnost táhnoucí se s úrokovou sazbou LIBOR již od krize v roce 2008. LIBOR vychází z očekávání, zatímco referenční sazba SONIA se vypočítává z minulých období pomocí matematických vzorců. Ke stejné změně dochází také u evropské sazby, kde by EURIBOR a EONIU měla do roku 2020 nahradit sazba €STR (Euro short-term rate). Česká referenční sazba by však dle aktuálních informací měla zůstat zachována [19] [20].

Na základě výše uvedených informací dospěla tato práce k závěru, že pro danou emisi dluhopisů je vhodná fixní výplata kupónu. Protože budou úrokové sazby společně s inflací klesat, hodnota dluhopisů naopak poroste. Pro investora pak bude pořízení dluhopisů a společnost by měla obdržet finanční prostředky v krátkém časovém horizontu. Právě rychlé obdržení finančních prostředků je pro společnost největším přínosem, jelikož chce využít akvizici výhodných podmínek na nemovitostním trhu po situaci spojené s COVID-19.

4.1.3 Výnos

Ve světě dluhopisů udávají základ konkurenční nabídky státní dluhopisy. Ty jsou nejméně rizikové, ale nabízí investorovi zcela neatraktivní výnos. Výnos státních dluhopisů, který se pohybuje kolem 1,5 % [21], pro investora znamená při inflaci přes 3 % [21] snížení dopadu inflace pouze zhruba o polovinu, což jistě není jeho dlouhodobý cíl. Prognóza ČNB značí, že by se v roce 2021 měla inflace přiblížit k hodnotě 2 % [4], které stále převyšují hodnotu výnosu státních dluhopisů. Do roku 2020 také platila skutečnost meziročního růstu inflace. Pro investora jsou zajímavé dluhopisy a produkty, které nabízejí pokrytí právě před inflací. To mohou nabídnout korporátní dluhopisy.

U korporátních dluhopisů investor ne vždy ví, do čeho investuje. Udržování dostatečné informovanosti investora je důležité pro obě strany. Investor pak bude moci objektivně zhodnotit riziko a v případě ověření zázemí firmy může informovanost pozitivně ovlivnit jeho investiční rozhodování.

Z tohoto důvodu je také důležité, aby byly dluhopisy lákavé svým výnosem. Rizikovost je zde pro investora vyšší než u běžných bankovních produktů, v naprosté většině není dluhopis mimo zákonné ručení majetkem ničím zajištěn a investor musí vložit také jistou důvěru v emitenta.

Dle kapitoly 3.3.2.1 analytické části se nejvyšší výnosnost korporátních dluhopisů v ČR se pohybuje od 8 % ročně. Tento výnos je na první pohled o poznání vyšší než u dluhopisů státních. Ovšem tyto firmy jsou motivovány k omezení vlastního výnosu a k zesílení zisku investora především proto, aby jej povzbudily k nákupu právě jejich dluhopisů. Kompenzují si tak svou rizikovost pro investora, protože se jedná o menší společnosti s menším objemem emise. Takové společnosti na svou zaběhlou konkurenci ztrácejí. Mohou působit nezkušeně a nejsou příliš známy.

Výnosy velkých korporátních dluhopisů v ČR se dle tabulky 10 v kapitole 3.3.2.1 analytické části pohybují v rozmezí 5 až 6 % ročně. Tento výnos nedosahuje takových hodnot jako v předešlém odstavci z důvodu, že se jedná o velké společnosti s dlouhodobým stabilním zázemím a vybudovaným jménem na trhu. V tomto případě se dluhopisy opírají o již vybudované historické zázemí a jisté kredibility co se uplatnění na trhu týče. Přitahují i větší investory jako jsou například města, obce a církve.

Zadávající společnost vstupující na trh se řadí do kategorie podniků, které jsou ve svém oboru známé. Má vybudované jméno v souvisejícím odvětví a fakt, že se rozhodla expandovat, staví firmu do prosperující kategorie, synergický trh je pouze velkou výhodou. Omezující faktor je však právě zmiňovaná expanze na nový trh. Příkladá jisté riziko možnosti neuplatnění zkušeností z blízkého oboru. Společnost tak bude muset investorům nabídnout větší výnos než velké korporáty, tzn. větší než 5 až 6 % ročně. 6 % nabízejí dluhopisy se 7letou splatností. Pokud by společnost rozhodla o emisi s kratší splatností, je možné zvažovat i pro menší výnos investorům. Pro určení výše výnosu musí být zohledněn požadovaný zisk společnosti a také dlouhodobá vize.

4.1.4 Rozdělení emise a způsob splacení

Důležitým rozhodnutím se bude týkat rozdělení emise. Jedná se o emisi v hodnotě 1 miliardy Kč. Tuto emisi by bylo obtížné uskutečnit s velkým počtem dluhopisů s nízkou hodnotou. Optimální hodnota dluhopisu by se měla pohybovat kolem 50 000 Kč. Do oběhu tak emise uvede 20 000 dluhopisů, čímž se udrží jejich jedinečnost a zároveň budou dobře dostupné pro široké spektrum investorů.

Na základě předchozí části dospěla tato práce k doporučení využít fixní úročení po celou dobu životnosti emise. Nejvíce poptávaným způsobem splatnosti je jednorázové vyplacení jistiny s pravidelnou výplatou kupónu. Výplata kupónu měsíčně nebo čtvrtletně se jeví jako nejvhodnější, převážně z důvodu, že se dá pravidelně předpovědět a o tento typ výplaty bude na trhu největší zájem.

4.1.5 Zajištění

Ze zákona ručí za dluhopisy emitent celým svým obchodním majetkem. Tohle zákonné ručení je pevně dané, a proto ho drtivá většina emitentů využívá. Společnost tak nemá důvod na sebe vztahovat další rizika a stačí pouze zákonné ručení.

4.1.6 Zvláštní vlastnosti a trh

Na základě známých podmínek není možné doporučit žádné zvláštní práva a specifické vlastnosti, jelikož jsou vytvářeny na míru přesných potřeb emitenta, které nebyly předem stanoveny. Emise je emitentovi doporučena, vzhledem k orientaci projektu, na tuzemský trh a v domácí měně, kde bude poptávka nejvyšší.

Pro strukturu dluhopisu a financování celkově však bude směrodatné zpracování aranžéra emise. Tohle zpracování bude zpracováno na základě podrobné analýzy firmy a zohlednění jejích konkrétních potřeb.

4.2 Perspektiva investora

Aby financování proběhlo úspěšně, musí být produkt strukturován vhodně i pro investora. Všeobecně platí, že pro správné fungování trhu je třeba nabídka a poptávka. Investor má nabídku ze širokého spektra produktů. Vzhledem k vysoké volatilitě trhu a velkému pádu rizikovějších produktů se dá očekávat vzrůst poptávky po méně výnosných konzervativních produktech, což vytvořený korporátní dluhopis jistě bude splňovat.

Navrhovaný produkt má také pro investora lákavý investiční horizont. Krátkodobé a střednědobé odložení volného kapitálu je jimi nejčastěji vyhlíženo. Tento investiční horizont doplněný o vhodný výnos splňuje základní parametry vyhledávaného produktu. Důležitá je hodnota dluhopisu, která se nemusí jevit jako příznivá pro drobné investory, kteří nedisponují bonitou, ale může zní lákavě pro institucionální investory. Odradit investora může odradit vstup firmy do nového odvětví, kde nemá dostatek zkušeností, i když je blízko aktuálnímu oboru. Tento faktor zvyšuje rizikovost v jeho očích a může vyměnit vyšší výnos za nižší rizikovost a kredibilitu.

Pro shrnutí, na základě teoretické analýzy dluhopisů byl vytvořen návrh parametrů korporátních dluhopisů, které by měly být využity k externímu financování projektu. Je doporučena obligace v rozmezí 3-5 let. Společnost by měla počítat se minimálním výnosem 5 % pro investory. Dluhopis bude úročen fixně bez vazby na referenční

úrokovou sazbu po celou dobu životnosti s pravidelnou výplatou kupónu. Podrobnější rozbor parametrů emise a vytvoření finální podoby vytvoří její aranžér.

Tato sekce tedy nastíní řešení a klíčové parametry, ze kterých by měla společnost vycházet. Pokud by se rozhodla na základě doporučení v projektu pokračovat, bude muset podniknout následující kroky.

4.3 Harmonogram emise

Celkový harmonogram emise je ve stručnosti popsán v následující tabulce. Podrobnosti jednotlivých kroků jsou následně popsány a vysvětleny pro využití v praxi.

Tabulka 13: Harmonogram emise dluhopisů

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: Ježek T. a kol.: Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, 2004)

Postup	Emise dluhopisů krok za krokem
1.	Rozhodnutí představenstva společnosti o vydání emise dluhopisů
2.	Příprava a schválení emisních podmínek a prospektu
3.	Uveřejnění prospektu
4.	Upisování, vydávání a veřejná nabídka dluhopisů
5.	Přijetí dluhopisů na veřejný trh

Odhadovaná délka procesu: 4 měsíce

Prvním krokem harmonogramu emise je vyřešit rozpoznání potřeb financování. Tento bod firma již vyřešila konzultací s externím poradcem. Tato konzultace vyhodnotila formu financování rozvojového projektu jako vhodnou a odpovídající požadovanému řešení. Druhým krokem je návrh struktury emise, na který se zaměří tato sekce.

V případě rozhodnutí pokračovat směrem dluhopisového financování by měla společnost v dalším kroku vytipovat obchodníky s cennými papíry s dobrým renomé a požádat je o nabídky financování s referencemi. V této nabídce bude obchodník s cennými papíry vycházet z návrhu struktury. Na základě nabídek si společnost vybere obchodníka

s cennými papíry, který se bude zdát nejvíce adekvátní. Tento výběr by měl doplnit výběr právního poradce, který vyřeší za společnost mnoho důležitých administrativních úkonů. Jedním z nich je příprava dokumentace, která povede k podepsání mandátní smlouvy a vytvoří skutečný závazek mezi společností a obchodníkem s cennými papíry. Po podpisu mandátní smlouvy se konkretizuje struktura emise za spolupráce obou stran. Vytvoří se detailní harmonogram projektu a spustí jeho řešení. Prvním krokem řešení bude due diligence, kde tento proces bude zařizovat aranžér emise. Aranžér vypracuje přesnou dokumentaci ve spolupráci se společností dopracují jednotlivé detaily. Je třeba udělat průzkum trhu, zjistit typologii investorů a doladit parametry dluhopisu. Na základě průzkumu trhu jsou určena reálná očekávání výnosu. Aranžér si určí svou prémii a v případě nevyhovujících parametrů dluhopisu navrhne společnosti alternativní řešení.

Ve chvíli, kdy společnost splní všechny předchozí body a projde procesem přípravy, dojde k zahájení emise. Společnost čeká nejdůležitější okamžik, a to je zahájení celé emise. Je třeba zabezpečit distribuci emise na trh, kde prvním krokem je výzva investorů k nákupu skrze finanční informační síť. Jedním z prvních distribučních kanálů jsou obchodníci s cennými papíry. Aranžér s nimi dojedná podmínky a detaily smlouvy. Je důležité, aby společnost na trhu byla vhodně zastoupena pro zaručení dostatečné likvidity emise i po prvotním uvedení na trh. Jakmile se všechny smluvní strany domluví, podepíše se potřebná dokumentace a obstará zaevidování emise společně s primárním vypořádáním. Emise dluhopisů je pak uvedena na Burzu cenných papírů Praha, která zaručí efektivní fungování trhu. O vše se postará aranžér emise. Celý tento proces probíhá podle platné legislativy České republiky. Schválení prospektu od České národní banky trvá až 2 měsíce a přijetí na Burzu cenných papírů Praha také až další 2 měsíce. Dohromady zabere celý proces v případě, kdy nebude vyžadováno dodatečné doložení dokumentace, až 4 měsíce.

4.4 Nákladovost konkrétní emise

S financováním pomocí emise dluhopisů je spojena také řada nákladů. Poplatek za přijetí emise je jednorázový a pro každou emisi stejný. Jedná se o 50 000 Kč [15]. Dalším jednorázový poplatek se platí za přijetí dluhopisového programu, konkrétně 100 000 Kč [15] a poplatek za povolení od Ministerstva financí v hodnotě 1 % z celkového objemu emise, který činí 10 000 000 Kč [13]. Poslední poplatek je roční, platí se za obchodování na oficiálním trhu a dosahuje hodnoty 0,05 % z objemu emise, maximálně však 300 000 Kč [15]. Emise je stanovena v objemu 1 miliardy korun, což stanovuje tento poplatek na jeho maximální hranici a to 300 000 Kč.

Dohromady bude emitent muset vynaložit první rok náklady o hodnotě 10 450 000 Kč, kde zaplatí jednorázové poplatky za přijetí emise, dluhopisového programu a první rok poplatku za obchodování na oficiálním trhu. Každý další rok obchodování ho bude stát 300 000 Kč a vzhledem k plánovanému trvání emise po dobu 5 let, vyjdou na dalších 1 200 000 Kč. Celkové náklady emise jsou uvedeny v následující tabulce

*Tabulka 14: Náklady spojené s emisí
(Zdroj: Vlastní zpracování, 2020)*

Položka	Období	Částka
Přijetí emise	Jednorázový	50 000 Kč
Přijetí dlp programu	Jednorázový	100 000 Kč
Povolení od MF	Jednorázový	10 000 000 Kč
Obchodování na oficiálním trhu	Ročně	300 000 Kč
	Celkem	1 500 000 Kč

Celkem je nákladovost konkrétní emise na poplatcích 11 650 000 Kč.

Nutno ovšem podotknout, že se nejedná o veškerá náklady, protože nelze předem vyčíslit na kolik emitenta vyjde příprava vydání emise a také bývá v praxi část výnosu udělena aranžérovy emise [14] a samozřejmě administrativní náklady, které nelze předem vypočítat. Protože se jedná o první emisi emitenta, dá se předpokládat dosažení vyšších nákladů než při opakované emisi.

V této kapitole byl adresován globální cíl této bakalářské práce, konkrétně vypracování návrhu řešení rozvojového projektu na trhu nemovitostí zadanou společností. Návrh realizace financování se zaměřil na nástin strategického uvažování nad vlastnostmi dluhopisu a celkového harmonogramu emise.

ZÁVĚR

Tato bakalářská práce se zaměřila na korporátní dluhopisy jako zdroj financování rozvojových projektů firmy. Jedná se o méně známý a v praxi využívaný způsob financování navzdory vysokému uplatnění pro velké investiční záměry. Globálním cílem této práce bylo navrhnout managementu podniku řešení externího financování rozvojového projektu dané firmy prostřednictvím korporátních dluhopisů.

Konkrétně se zaměřila na shrnutí informací o tomto finančním instrumentu a vypracování řešení na míru nejmenované, zadávající firmě, která má zájem o expanzi svého nemovitostního portfolia do nájemního bydlení a financovat ji z externích zdrojů. Tato společnost však z možných konkurenčních obav nesdělila veškeré nutné informace k detailnímu rozboru daného záměru, což představuje hlavní limitací této bakalářské práce.

Za účelem adresování daného globálního cíle tato práce nejprve představila teoretická východiska úrokových sazeb a finančního trhu obecně, doplněné o financování podniku a jeho rozvojových projektů. Poté byla vypracována teoretická analýza dluhopisového financování a analýza aktuálního vývoje na klíčových trzích, společně s vývojem a prognózou úrokových sazeb.

Po posouzení daného rozvojového projektu za pomoci SWOT analýzy dluhopisové financování bylo posouzeno jako adekvátní způsob externího financování. Zásadními faktory byly nutnost externího financování a velikost s typem plánovaného záměru. Výhodou tohoto zdroje financování je jeho znovu uplatnitelnost a snížení nákladovosti a délky emisního procesu.

Součástí této bakalářské práce bylo navržení klíčových parametrů a harmonogramu emise dluhopisů. Praktickým přínosem této práce je osvětlení strategie prvního využití dluhopisového financování pro management zadávajícího podniku. Práce také zvažila atraktivitu pro investora za účelem zajištění dostatečné poptávky. Tento návrh odráží současnou situaci na finančních trzích a vliv pandemie COVID-19 na trh nemovitostí.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

1. Bankovní slovník. Banky.cz [online]. 2020 [cit. 2020-05-25] Dostupný z: <https://www.banky.cz/bankovni-slovník/>
2. Bazický bod. Patria.cz [online]. 2020 [cit. 2020-05-25] Dostupný z: <https://www.patria.cz/slovník/164/bazicky-bod.html>
3. Často kladené otázky. ČNB [online]. 2020 [cit. 2020-05-25] Dostupný z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/>
4. Měnová politika. ČNB [online]. 2020 [cit. 2020-05-25] Dostupný z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/>
5. ZINECKER, Marek. *Finanční řízení podniku*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2006, 126 s. ISBN 80-214-3150-4
6. MAREŠ, Stanislav. *Zdroje financování podniku*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004, 107 s. ISBN 80-86754-12-X
7. MISHKIN, Frederic s. *The economics of money, banking and financial markets*. 10th. Ed. Upper Saddle River (NJ): Pearson Education, 2013. 622 s., Příl. The Pearson series in economics. ISBN 0-13-277024-5
8. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 2012, 144 s. ISBN: 978-80-247-1835-4
9. SCHOLLEROVÁ, Hana. *Investiční controlling*. Praha: Grada, 2009, 285 s. ISBN 978-80-247-2952-7
10. BARTES, František. *Inovace v podniku*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 133 s. ISBN 80-214-3086-9
11. Zákony pro lidi. *Předpis č. 190/2004 Sb. Zákon o dluhopisech*. [online]. 2010-2012 [cit. 2020-05-10]. Dostupné z: <http://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-190>
12. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, 4. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6
13. HLADÍK, René. *Trhy cenných papírů*. Ústí nad Labem: RENECO, 2003, 98 s. ISBN 80-86563-06-5
14. JEŽEK, Tomáš a kol. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2
15. Burza cenných papírů Praha. *Dluhopisy* [online]. Praha: Burza cenných papírů Praha © 2020 [cit. 2020-05-10] Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/dluhove-cenne-papiry>

16. VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích. 2.*, aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.
17. Co je a co není PRIBOR. ČNB [online]. 2015 [cit. 2020-05-25] Dostupný z: <https://www.cnb.cz/cs/cnb-news/tiskove-zpravy/Co-je-a-co-neni-PRIBOR>
18. PORTER, Michael. (1979) *How Competitive Forces Shape Strategy*. Harvard Business Review. March issue. [online] Harvard Business School Publishing © 2020 [cit. 2020-05-25]. Dostupné z: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>
19. LIBOR končí, přichází SONIA. Danovky.cz [online]. 2019 [cit. 2020-05-25] Dostupný z: <https://danovky.cz/cs/libor-konci-prichazi-sonia>
20. The end of Libor: the biggest banking challenge you've never heard of. Reuters.com [online]. 2019 [cit. 2020-05-25] <https://www.reuters.com/article/us-britain-libor-transition-analysis/the-end-of-libor-the-biggest-banking-challenge-youve-never-heard-of-idUSKBN1WN0H4>
21. Comsense analytics. *Report z finančních trhů*. [Přednáška] Brno: FDZ Zvonařka, 28.1.2020
22. Prague Office MarketView 2020 Q1. CBRE [online]. 2020 [cit. 2020-05-20] Dostupný z: <https://www.cbre.com/report-download?PUBID=59bd16cc-140d-4857-97b3-0c21f5f68a55>
23. CBRE_Q1 2020_CZ_Industrial Market Snapshot. CBRE [online]. 2020 [cit. 2020-05-20] Dostupný z: <https://www.cbre.com/report-download?PUBID=0462dde9-4960-4d2d-9c90-f34b723b42ca>
24. Czech Retail MarketView Q1 2020. CBRE [online]. 2020 [cit. 2020-05-20] Dostupný z: <https://www.cbre.com/report-download?PUBID=94d0c68b-df0e-4570-89df-8a172f94a207>
25. Czech Republic Property Investment MarketView Q1 2020. CBRE [online]. 2020 [cit. 2020-05-20] Dostupný z: <https://www.cbre.com/report-download?PUBID=8065cc78-85df-442c-a082-a5ddc316ce19>
26. COVID-19: Dopad pandemie na globální realitní trh. JLL [online]. 2020 [cit. 2020-05-20] Dostupný z: <https://www.jll.cz/cz/trendy-a-postrehy/pruzkum-trhu/covid-19-global-real-estate-implications>

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Financování v průběhu životního cyklu podniku	25
Graf 2: Prognóza PRIBOR	50
Graf 3: Prognóza inflace	51
Graf 4: Vývoj indexu STOXX Europe 600	52
Graf 5: Vývoj výnosu desetiletých vládních dluhopisů USA a Německa	53
Graf 6: Tržní cena dluhopisů s negativním výnosem s Bloomberg Barclays Global-Aggregate indexem	54
Graf 7: Výnos desetiletého státního dluhopisu ČR.....	54
Graf 8: Objemy investic v milionech EUR.....	57
Graf 9: Trh kancelářských prostor v Praze – výnos v %	58
Graf 10: Trh kancelářských prostor v Praze – základní charakteristiky.....	58
Graf 11: Trh retailových prostor v Praze – výnos v %	59
Graf 12: Obchodní centra – development v tis.m ²	60
Graf 13: Trh průmyslových prostor v ČR – výnos v %.....	61
Graf 14: Trh průmyslových prostor	61

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Členění obligací dle délky splatnosti	33
--	----

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Zdroje financování podnik.....	21
Tabulka 2: Makroekonomická data ve světě	45
Tabulka 3: Základní úrokové sazby	46
Tabulka 4: Výnos státních dluhopisů.....	47
Tabulka 5: Vývoj repo sazby	48
Tabulka 6: Vývoj sazby PRIBOR.....	49
Tabulka 7: Úrokové sazby 3M PRIBOR	50
Tabulka 8: Meziroční celková inflace	51
Tabulka 9: Nejvíce zastoupené sektory v západoevropském regionu	53
Tabulka 10: Výnosy vybraných dluhopisů v ČR.....	55
Tabulka 11: TOP 5 největších podílových fondů v ČR.....	56
Tabulka 12: SWOT Analýza.....	62
Tabulka 13: Harmonogram emise dluhopisů.....	70
Tabulka 14: Náklady spojené s emisí	72