

**Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových
podlimitních dluhopisů v České republice vydaných
v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022**

O NÁS

Surveillance je forenzní agentura zaměřená na vyšetřování a prevenci sofistikované hospodářské kriminality a působí zejména v České republice a na Slovensku.

Surveillance se specializuje zejména na vyšetřování hospodaření dlužníků v insolvenční a dohledávání vyvedeného majetku. K základním službám patří rozkrývání a dokazování hospodářské kriminality formou forenzních vyšetřování, zpracovávání investigativních zpráv o integritě a pověsti subjektů, vyhledávání propojení mezi firmami a jednotlivci, dohledávání majetku a podpora klientů v obchodních sporech.

Tým Surveillance tvoří forenzní specialisté s desítkami let zkušeností s prací v mezinárodních i lokálních společnostech. Experti Surveillance jsou členy respektovaných organizací Association of Certified Fraud Examiners, INSOL Europe, Council of International Investigators a Českého institutu interních auditorů.

Surveillance uskutečnila projekty pro klienty působící například v České a Slovenské republice, Spojených státech amerických, Švýcarsku, Rakousku, Polsku, Německu, Černé Hoře, Rumunsku, Bulharsku, Nizozemsku, na Ukrajině, v Ruské federaci nebo v Pobaltí.

Ing. Ján Lalka, Ing. Filip Volavka, Ing. Jan Kvasnička
Surveillance, s.r.o.

PODĚKOVÁNÍ

Rádi bychom srdečně poděkovali insolvenčním specialistům Mgr. Petru Sprinzovi LL.M. PhD. a Mgr. Ing. Jiřímu Rahmovi z advokátní kanceláře Allen & Overy (Czech Republic) LLP, organizační složka za přípravu kapitoly „Právní rámec emisí dluhopisů“ a „Komparace právní úpravy dluhopisů u vybraných jurisdikcí“, JUDr. Martinovi Provazníkovi, partnerovi advokátní kanceláře bpv Braun Partners s. r. o., o. z. za přípravu kapitoly „Komparace právní úpravy dluhopisů u vybraných jurisdikcí“ a Ing. Jaroslavu Schönfeldovi, Ph.D., akademickému řediteli Centra restrukturalizace a insolvence Harryho Pollaka, za úvodní slovo k této studii.

OBSAH

| | |
|---|-----------|
| O nás | 2 |
| Poděkování | 3 |
| Obsah | 4 |
| Úvodem | 5 |
| Závěry studie | 7 |
| Studie | 11 |
| 1. Problematika | 11 |
| 2. Právní rámec emisí dluhopisů | 13 |
| 3. Komparace právní úpravy dluhopisů u vybraných jurisdikcí | 15 |
| 4. Investoři do dluhopisů | 19 |
| 5. Velikost trhu podnikových dluhopisů | 20 |
| 6. Podlimitní emise | 25 |
| 7. Statistiky emitentů v úpadku a insolvenčním řízení | 28 |
| 8. Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů | 35 |
| 9. Příklady rizikových úpadců z řad emitentů dluhopisů | 39 |
| 10. Distribuce dluhopisů a cena za distribuci jako významný problém | 50 |
| 11. Role ČNB | 52 |
| 12. Rizikové indikátory | 53 |
| 13. Doporučení pro věřitele a investory | 55 |

ÚVODEM

Studie, která se dostává české odborné veřejnosti do rukou, podává neobyčejně zajímavý vhled do problematiky těch segmentů podnikových dluhopisů, které nemůžeme v žádném případě považovat za standardní produkty dostupné na trzích s aktivy. Naopak se zde mohou čtenáři seznámit s oblastí, kterou bychom mohli nazvat suterénem investičního prostředí.

Připusťme, že od roku 1989 se již představitost české společnosti o tom, jaké všechny finanční podvody či extrémně rizikové operace je možné provádět, značně zvětšila. Zatímco období socialistické ekonomiky z celkem logických důvodů vytvořilo do jisté míry „chráněné“ prostředí, ve kterém se drtivá většina standardních i nestandardních operací vůbec nemohla uskutečnit, především devadesáté roky minulého století přinesly v této oblasti skutečně prudký obrat. Koneckonců výraz „tunelování“ pro vyvádění aktiv podniku mimo dosah věřitelů (a v některých případech dokonce i mimo dosah části vlastníků) pronikl z českého jazyka do mezinárodního prostředí již dávno. V oblasti dluhopisů však přetrvávalo velmi dlouho vcelku rigidní prostředí. Tyto nástroje byly z hlediska emise šířeji dostupné pouze vybrané části ekonomických subjektů a za podmínek, které do značné míry omezovaly jejich zneužitelnost pro operace vysloveně rizikové.

Začátkem druhého desetiletí našeho století bylo toto prostředí významným způsobem uvolněno. To vedlo k rychlému rozvoji trhu v oblasti podnikových dluhopisů se všemi souvisejícími dopady – tedy jak s tím, že se řadě podnikatelských subjektů otevřel nový prostor pro jejich financování, tak i s negativními jevy. Jak přesvědčivě prokazuje tato studie, určitá část emisí podnikových dluhopisů nabídnutých investorům v období po 1. lednu 2013 je buď vysloveně podvodná, nebo šlo o emise vydané bez racionálního obchodního plánu.

Proto tato studie nabízí neobyčejně důležitou exkurzi do tohoto prostředí. Přičemž exkurzi důležitou hned z několika důvodů.

Prvním a velmi prostým důvodem je fakt, že teprve takto komplexní pohled na prostředí podlimitních a části nadlimitních podnikových dluhopisů v České republice ukáže čtenáři, o jak překvapivě masivní segment trhu s aktivy se jedná, kolik emisí těchto dluhopisů vzniklo a jak velké objemy prostředků riskovali a riskují investoři, kteří si tyto nástroje zvolili. To je velmi důležitý aspekt věci – problematika dluhopisů byla širokou laickou veřejností (a ostatně i veřejností odbornou) po pádu socialistického systému vnímána z důvodů, které byly již výše zmíněny, spíše jako okrajová a nepříliš podstatná oblast ekonomické praxe. Teprve velmi užitečné vyhodnocení objemu emisí těchto papírů ukazuje alespoň rámcově rozsah celé problematiky.

Již bylo zmíněno, že popsané poměrně konzervativní české dluhopisové prostředí, které panovalo před rozvolněním regulatorního prostředí, vedlo k tomu, že až do v podstatě nedávna byly dluhopisy chápány primárně jako dluhopisy vládní, tedy jako papíry poskytující sice nepříliš vysoký výnos, zato však téměř maximální jistotu. Sekundárně pak má veřejnost zafixovány dluhopisy některých skutečně velkých korporací (například ČEZ), tedy znovu se pojem dluhopis objevuje ve spojení s papíry jistými a málo rizikovými. Lze se obávat, že se tento celkový názor na problematiku stal součástí společenské DNA, což pak do jisté míry může málo zkušené investory mást a zkreslovat jejich úsudek. Z některých konkrétních příkladů pak můžeme dokonce vyvodit, že podobně mylnou představu o dluhopisovém světě měli a možná stále mají i mnozí ekonomicky vzdělaní lidé nebo lidé působící v ekonomicky relevantních funkcích.

Prudký rozvoj dluhopisového trhu v posledních zhruba deseti letech ale ukazuje, že otázky spojené s tímto typem cenných papírů již jsou, a ještě více vbrzku budou, nejen podstatně důležitější než v minulosti, ale budou také nepoměrně bolestivější, neboť na rozdíl od bondů vládních a bondů velkých korporací lze detekovat na trhu významné množství (a především významný finanční objem) dluhopisů nepoměrně rizikovějších.

Přičemž berme za prokázané, neboť předložená studie obsahuje řadu nesporných důkazů, že část emitentů přistoupila k tomuto způsobu financování již od počátku s podvodným úmyslem. Tedy že jejich neschopnost dostát závazkům není výsledkem podnikatelského neúspěchu (jakkoliv se tak snaží působit), ale je přímo zakódována v celém projektu. Pro mnohé bude pochopitelně banálním zjištěním, že pojem dluhopis sám o sobě

není zárukou serióznosti a nízkého rizika, nicméně se z řady výše zmíněných důvodů zdá, že v obecné rovině jde o konstatování potřebné.

Realistický a důsledně analytický přístup k celé problematice, který přinášejí autoři studie, je tedy mimořádně užitečný. I ekonomické veřejnosti je vysloveně nutné podat dostatečně fundovanou zprávu o tomto rozvíjejícím se fenoménu a zdůraznit, že jakkoliv přetrvávají v této oblasti určité představy vzniklé v předchozích obdobích, liberalizace daného prostředí výrazně změnila poměry.

Druhý důvod důležitosti předloženého textu můžeme spatřovat v mimořádně zdařilém propojení problematiky právní a problematiky ekonomické. Adeptům ekonomické vědy i praxe jsou zde předkládány k úvahám některé otázky právě z neobyčejně zajímavého pomezí práva a hospodářských aktivit.

Jde o témata, která samozřejmě neožívají jenom v souvislosti s dluhopisy. Podobné otázky jsou řešeny i v jiných kontextech – především v rámci dějů ošetřovaných insolvenčním právem. Jde mimo jiné o odpovědnost vlastníků a managementu za ekonomické výsledky podniku, za jeho fungování a kroky v době, kdy by vlastníci a management již měli být schopni vyhodnotit finanční problémy podniku a případně rozpoznat hrozbu jeho úpadku. Podobně je však neobyčejně zajímavé zkoumat, což studie také nabízí, i mechanismy umožňující selektovat skutečné investiční příležitosti od nabídek podvodných a od počátku v principu kriminálních.

Pro ekonomy či právníky, kteří se zabývají insolvenční problematikou, není příliš překvapivé zjištění autorů studie, že řada emisí podnikových dluhopisů je investorům nabízena v době, kdy je finanční zdraví emitenta podlomené. Je zde popsáno i několik případů, kdy dluhopisy emitovaly podniky, které splňovaly v dané době podmínky úpadku, povětšinou byly předlužené. A zmíněny jsou i konkrétní situace, kdy během nabízení papírů investorům byly používány zkreslené a lživé informace o finanční situaci emitenta.

To všechno jsou situace, které v různých podobách člověk zabývající se insolvenčním systémem poznává. Ostatně výzkumy podniknuté týmem Centra restrukturalizace a insolvence Harryho Pollaka ukázaly, že například mezi podniky, které se v rámci svého úpadku pokoušely o moratorium nebo se snažily úpadek řešit reorganizací, byla většina takových, které byly ve stavu úpadku již tři roky před jeho formálním vyjevením a podáním insolvenčního návrhu.

Dalším aspektem této studie, který je potřebné ocenit a zdůraznit, je její praktičnost. Je dána častým odkazováním na reálné případy neúspěšných dluhopisů (mnohdy zjevně podvodných od prvopočátku, v některých případech nicméně zaviněným přeceněním schopností emitenta a jeho podnikatelským nezdarem). Ať je již důvodem ztráty investora z nákupu dluhopisů to či ono, nejlepším způsobem vysvětlení možností rozpoznání výrazně rizikových emisí je právě reálný příklad. Vedle toho nabízí studie velmi přehledný a vysoce v praxi využitelný postup pro analýzu potenciálu zvažované dluhopisové emise. Pro studenty ekonomie či práv, ale i pro širokou veřejnost, jde o mimořádně důležité „návody k použití“ – jejich platnost je totiž podstatně širší než pouze pro analýzu dluhopisů. Podobná míra opatrnosti (založená na plnění podobně formulovaných doporučení) by měla být součástí základních myšlenkových vzorců všech, kdo mají ambici činit ekonomická rozhodnutí důležitá pro podnik, který vlastní nebo pro který pracují.

Jaroslav Schönfeld

Akademický ředitel Centra restrukturalizace a insolvence Harryho Pollaka

ZÁVĚRY STUDIE

Základní zjištění vyplývající z analýzy dluhopisů v České republice vydaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 jsou následující:

- Od roku 2012, kdy Česká národní banka spolu s ministerstvem financí rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů, až do května 2020, kdy začaly platit nové povinnosti pro emitenty, zažil kapitálový trh v České republice velký rozmach emitovaných emisí podlimitních dluhopisů (do 1 mil. eur).
- Ve veřejných zdrojích jsme dohledali 1 526 nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v souhrnné výši 399,4 mld. Kč, které byly emitovány 594 emitenty v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022.
- Celkem skončilo v insolvenční 57 emitentů, kteří vydali emise v souhrnné výši 6,4 mld. Kč.
- Průměrná částka dluhopisů, které emitoval jeden emitent, který následně skončil v insolvenční, byla 29,3 mil. Kč u podlimitních emisí a 227,5 mil. Kč u nadlimitních emisí. Průměrná částka (dluhopisů vydaných emitenty, kteří skončili později v insolvenční) jedné nadlimitní emise byla ve výši 95,8 mil. Kč a jedné podlimitní emise ve výši 15,4 mil. Kč.
- V insolvenční skončila až jedna desetina všech emitentů, kteří vydali dluhopisy v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022.
- Emitenti podlimitních emisí končili v insolvenční častěji než emitenti nadlimitních emisí. V insolvenční skončilo 12 % emitentů podlimitních dluhopisů a 7 % emitentů nadlimitních dluhopisů.
- Mezi nejvýznamnější identifikovaná rizika patří kreditní riziko, tj. riziko nesplacení vložených prostředků investorů emitenty, a riziko podvodného jednání emitentů. Kromě neetického jednání, informační asymetrie nebo morálního hazardu jsme identifikovali výskyt Ponziho schématu (tzv. letadla), podvody, zkreslování informací o osobě a o hospodaření emitenta a tunelování majetku emitenta.
- Problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina společností z řad emitentů v úpadku skončila v insolvenční do tří let po první emisi svých dluhopisů (jedna čtvrtina do dvou let).
- Až dvě pětiny emitentů vůbec nepublikovaly své finanční výkazy za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů, ve sbírce listin. Do jednoho roku před emisí publikovala necelá jedna pětina emitentů. Tento výsledek poskytuje tristní obrázek o transparentnosti emitentů a o naivitě investorů, kteří investovali své prostředky do společností, o kterých nemohli mít dostatečné informace.
- Emise podlimitních podnikových dluhopisů je spojena s vysokými náklady – až třetina získané částky z emise dluhopisů není využita na investiční záměr, ale je spotřebována na administraci emise a úrokové závazky emitenta v prvním roce.
- Každý investor, který zamýšlí investovat do podnikových dluhopisů, by měl důkladně prověřit nejen společnost emitenta, ale rovněž fyzické osoby ovládající právnickou osobu emitenta, parametry emise a prodejce emise.

Náš přístup

V posledních osmi letech jsme byli svědky velkého rozmachu emitovaných podnikových dluhopisů v České republice. I když jsou podnikové dluhopisy naprosto standardní investiční nástroje, jež umožňují získání fixního úrokového výnosu za fixní dobu, z hlediska rizika jsou to spíše vysoce rizikové investice, vhodné pro investory, kteří již mají s investováním dostatečné zkušenosti. Jak již několik let upozorňují zkušení investoři z kapitálových trhů, podvedení drobní střadatelé, znepokojené finanční a dozorové instituce, ale i odborná veřejnost, tento boom emitovaných podlimitních dluhopisů a obrovský počet nezkušených investorů je časovanou bombou. Čeká nás v krátké budoucnosti vlna úpadků emitentů, kteří připraví mnoho důvěřivých investorů o jejich investice a úspory? Jaká je vůbec velikost trhu, rozsah problému a co se na trhu děje?

Na tyto otázky jsme se pokusili odpovědět v této studii. Na základě důkladného prověření dat z otevřených zdrojů, médií, internetových portálů, databází a našich zkušeností jsme zpracovali dostupná data o hodnotě a velikosti emisí podlimitních a nadlimitních emisí dluhopisů v ČR a popsali velikost trhu. Popsali jsme právní prostředí dluhopisových regulací, úpadky jednotlivých emitentů, identifikovali jsme rizikové emitenty, kteří byli v médiích zmiňováni ve spojitosti s možným nekalým jednáním. Detailně jsme prozkoumali medializované případy emitentů dluhopisů, kteří skončili v úpadku, a stručně jsme popsali jejich medializované příběhy. Porovnali jsme tyto hodnoty s celkovým trhem a vyvodili závěry ve formě číselného vyjádření situace na trhu i popsání rizik.

Vzhledem k našim zkušenostem v oblasti vyšetřování úpadců a dohledávání vyvedeného majetku ze společností emitentů dluhopisů v úpadku jsme také popsali nejběžnější druhy podvodů na investorech a rovněž schémata, jakými dochází k vyvádění majetku ze společností.

Analyzovali jsme informace o emitentech, kteří vydali podnikové dluhopisy na českém dluhopisovém trhu v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 a na které byl ve stejném období podán insolvenční návrh nebo návrh na moratorium. Počet zjištěných emitentů – úpadců tak vychází pouze z námi identifikovaných zdrojů informací o emisích, které byly publikovány ve veřejných zdrojích, a z námi dostupných databází. Upozorňujeme, že vzhledem ke skutečnosti, že neexistuje oficiální zdroj či centrální evidence dluhopisových emisí (zejména podlimitních), a pokud se nám nepodařilo identifikovat všechny emitenty dluhopisů, mohou být naše výsledky o insolventních emitentech zkreslené.

Velikost trhu

V roce 2012 ČNB spolu s ministerstvem financí změnou legislativy rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů. Kromě jiných podmínek tak zanikla povinnost nechat ČNB schválit emisní podmínky pro dluhopisy s celkovou emitovanou částkou do částky 1 mil. eur (25,5 mil. Kč, podle aktuálního kurzu). Vydání malých podlimitních emisí podnikových dluhopisů do této částky se tak stalo absolutně neregulovanou, prakticky nehlídanou a velmi rizikovou částí investičního trhu a trh těchto podlimitních, vysoce rizikových podnikových dluhopisů se tak za poslední roky nekontrolovaně rozrostl.

Z veřejně dostupných zdrojů se nám podařilo dohledat celkem 1 526 nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v České republice v souhrnné výši 399,4 mld. Kč¹, které byly emitovány 594 emitenty v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022.² Emitenti podnikových dluhopisů vydali celkem 995 nadlimitních emisí v souhrnné výši 391,3 mld. Kč a 531 podlimitních emisí v souhrnné výši 8,1 mld. Kč (tj. 2,1 % z celkové částky nadlimitních dluhopisů). Průměrná částka vydané emise od roku 2013 byla ve výši 393,2 mil. Kč u nadlimitních emisí a 15,3 mil. Kč u podlimitních emisí.

Na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise. Téměř dvě třetiny (63 % z celkového počtu) emitovaných podnikových dluhopisů byly vydány se splatností do pěti let. Pouze 9 % z celkového počtu dluhopisů s identifikovanou životností bylo emitováno na období delší než pět let.

¹ Skutečný počet emitovaných dluhopisů se může lišit, protože část emisí nemusela být zveřejněna, byla v průběhu času z otevřených zdrojů odstraněna nebo byla publikována ve zdrojích, které nám nebyly dostupné.

² Tato celková emitovaná částka neobsahuje dluhopisy vydané bankami, státem nebo municipalitami.

Statistiky emitentů v insolvenčním řízení

Zkoumáním emitentů podnikových dluhopisů v insolvenčním řízení v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 jsme zjistili následující:

- Celkem v insolventi skončilo 57 emitentů, kteří vydali emise v souhrnné výši 6,4 mld. Kč.
- Dvacet pět emitentů v insolventi vydalo nadlimitní emise v souhrnné výši 5,46 mld. Kč. Devětatřicet emitentů v insolventi vydalo podlimitní emise v souhrnné výši 0,97 mld. Kč (sedm emitentů vydalo jak podlimitní, tak i nadlimitní emise).
- Emitenti podlimitních emisí končili v insolventi častěji než emitenti nadlimitních emisí:
 - V insolventi skončili emitenti, kteří vydali průměrně 11,9 % (63 z 531) emisí všech veřejně nabízených podlimitních dluhopisů, jejichž částka tvořila 11,9 % (967.727.944 Kč z 8.124.172.510 Kč) z celkové emitované částky podlimitních dluhopisů.
 - V insolventi skončili emitenti, kteří vydali průměrně 5,7 % (57 z 995) emisí všech veřejně nabízených nadlimitních dluhopisů, jejichž částka tvořila 1,4 % (5.459.725.000 Kč z 391.266.716.557 Kč) z celkové emitované částky nadlimitních dluhopisů.
- Kumulativní poměr počtu emisí dluhopisů (od 1. 1. 2013), u kterých skončil emitent v úpadku, osciloval pro emise vydané v období od roku 2016 do 2020 okolo hodnoty 12 % až 14,5 %. To znamená, že až jedna sedmina všech vydaných emisí skončila v insolventi. Protože v následujících letech 2020 a 2021 bylo vydáváno více emisí a méně jich (prozatím) skončilo v insolventi, kumulativní poměr poklesl na hodnotu 9,9 % k 31. 12. 2021.
- Problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina společností z řady emitentů v úpadku skončila v insolventi do tří let po první emisi svých dluhopisů. Tři emitenti (Clever Monitor Financials a.s., PM Pivovar s.r.o., VOLOS.rest a.s.) skončili v insolventi do jednoho roku po emisi dluhopisů, jedenáct emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších dvanáct emitentů v období mezi dvěma a třemi lety od první emise.
- Jeden emitent-úpadce byl zapsán do obchodního rejstříku méně než jeden rok před zahájením insolvenčního řízení (společnost Clever Monitor Financials a.s.). Více než dva roky a méně jak čtyři roky existovala pětina emitentů, další pětina emitentů skončila v insolventi ve věku vyšším než 15 let.
- Až 42 % emitentů vůbec nepublikovalo své finanční výkazy za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů, ve sbírce listin. Do jednoho roku před emisí publikovala jedna pětina emitentů, do jednoho roku od data emise jedna pětina emitentů. Tento výsledek poskytuje tristní obrázek o transparentnosti emitentů a o naivitě nebo hlouposti investorů, kteří investovali své prostředky do společností, o kterých nemohli mít dostatečné a důvěryhodné informace.

Průměrný emitent v úpadku:

- Celkem v insolventi skončilo 57 ze sledovaných 594 emitentů (9,6 % z celkového počtu).
- Průměrná částka emitovaných dluhopisů jedním emitentem v insolventi byla 29,3 mil. Kč u podlimitních emisí a 227,5 mil. Kč u nadlimitních emisí.
- Průměrná částka jedné emise byla ve výši 15,4 mil. Kč u podlimitních emisí a 95,8 mil. Kč u nadlimitních emisí.
- Průměrné stáří emitenta v insolventi bylo 9,9 roku (nejmladší emitent existoval necelý rok, nejstarší 27 let).
- Průměrně skončil emitent v insolventi do 3,1 roku od data první emise (nejkratší doba od data první emise do dne zahájení insolvenčního řízení byla čtyři měsíce, nejdelší sedm let).
- Pokud emitent publikoval své výkazy za účetní období předcházející první emisi dluhopisů (až dvě pětiny emitentů své finanční výkazy ve sbírce listin vůbec nepublikovaly), v průměru byly účetní závěrky za poslední účetní období publikovány 22 měsíců před datem první emise (nejdelší období od data emise bylo 4,9 roku, nejkratší čtyři měsíce před datem první emise).

Temná sféra emitentů podnikových dluhopisů

S emisemi podnikových dluhopisů úzce souvisí několik významných rizik. Mezi nejvýznamnější patří kreditní riziko, tj. riziko nesplacení vložených investic emitenty dluhopisů, a rovněž riziko podvodného jednání emitentů. Vzhledem k informační asymetrii v průběhu života emise nebývá riziko nekalého jednání dlouho odhaleno a plně se projeví až v okamžiku, kdy emitent přestane vyplácet slíbené úroky, případně když emitent skončí v insolvenční.

V prověřovaných insolvenčních řízeních padlých emitentů jsme kromě neetického jednání, informační asymetrie nebo morálního hazardu identifikovali následující druhy nekalého jednání:

- Ponzioho schéma (tzv. letadlo) – schéma, ve kterém emitent slibuje k nalákání investorů vysoké úroky a investor svěřuje emitentovi peníze za účelem jejich zúročení. Tyto získané prostředky však emitent neinvestuje, ale používá je na výplatu (úroků nebo nominálu investic) předešlých investorů. Tento systém však funguje pouze do té doby, dokud přicházejí noví investoři, kteří vkládají nové prostředky. Když už emitentovi nezbydou žádné peníze na vyplácení, zkrachuje. Ponzioho schéma bylo v médiích přiřazeno čtyřem emitentům v úpadku.
- Podvod – emitent v čase vydání dluhopisů již věděl, že je nebude schopen splatit. Část z prověřovaných emitentů tvořily již od počátku právnické osoby, které byly založeny s cílem získat co nejjednodušeji peněžní prostředky od naivních investorů podvodným způsobem, následně prostředky rychle vyvést do rukou ovládajících osob emitenta a společnosti jako prázdné skořápky zlikvidovat v insolvenčním řízení. Podvodné jednání se podle médií vyskytovalo u devíti emitentů v úpadku.
- Zkreslování informací o osobě a o hospodaření emitenta – emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace o skutečné právnické osobě emitenta, která byla pouze nastrčenou účelovou společností a která měla pod jménem renomované existující společnosti načerpat prostředky z emise. Emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo v emisních podmínkách, případně se informace poskytované konkrétním investorům významně lišily od oficiálních informací. Zkreslování informací bylo v médiích přiřazeno třem emitentům v úpadku.
- Tunelování majetku úpadce – vyvádění prostředků z majetku úpadce jejími ovládající osobami. Identifikovali jsme desítky schémat vyvádění majetku ze společností emitentů po získání prostředků z emise krátce po emisi, případně v období, kdy se emitent dostal do úpadkového stavu. Tunelování emitenta bylo podle médií asociováno se šesti emitenty v úpadku.

Vysoké náklady na emise podlimitních podnikových dluhopisů

Ze zkoumaných případů vyplývá, že až třetina získané částky z emise dluhopisů není využita na investiční záměr, ale je spotřebována na „administraci“ emise v prvním roce. Získané prostředky z emise tak byly například použity na úhradu nákladů za zprostředkovatelské služby prodejcům dluhopisů a internetovým tržištím (cca 8 % až 10 % z celkové částky emise), odměn a tipařských provizí (cca 9 % až 10 %), úroků (cca 6 % až 12 %) nebo dalších poradenských služeb, které se týkaly emise.

Doporučení

Každý investor, který zamýšlí investovat do rizikových dluhopisů, by měl věnovat čas a prostředky na důkladné prověření společnosti emitenta, fyzických osob ovládajících právnickou osobu emitenta, samotné emise a prodejce emise. Pro ulehčení prověrky jsme využili našich zkušeností v oblasti prověřování fyzických osob a obchodních partnerů a připravili jsme několik desítek doporučení na obranu a prevenci investorů před podvodníky z řad emitentů. Jedná se o checklist na analytické posouzení rizikovosti investice.

STUDIE

1. Problematika

Kapitálový trh v České republice zažil za posledních sedm let velký rozmach emitovaných podnikových dluhopisů³. Jedním z důvodů expanze emitovaných dluhopisů od roku 2013 je rovněž zjednodušení jejich distribuce a marketingu pro drobné a spíše amatérské investory pomocí webových platforem, prodejních sítí, poradců a zprostředkovatelských agentur. Jak ale již několik let upozorňují zkušení experti z kapitálových trhů, podvedení drobní investoři, znepokojené finanční a dozorové instituce, ale i odborná veřejnost, tento boom emitovaných dluhopisů je časovanou bombou, která se v blízké budoucnosti může projevit vlnou úpadků emitentů a která připraví mnoho důvěřivých investorů o jejich investice.

S emisemi podnikových dluhopisů úzce souvisí několik významných rizik, která se týkají zejména investorů. Mezi nejvýznamnější patří kreditní riziko, tj. riziko nesplacení vložených investic do emisí dluhopisů, které je však pouze jeden z důvodů, proč by měli (zejména nezkušení) investoři pozorně prověřovat jednotlivé emise a jejich emitenty. Jak vyplývá z veřejných zdrojů a z dokumentace předložené v rámci insolvenčních řízení padlých emitentů, které jsme v této zprávě prozkoumali, významným rizikem investic rizikových, vysoce úročených, podnikových dluhopisů, je riziko podvodného jednání emitentů. Vzhledem k informační asymetrii v průběhu života emise nebývá toto riziko dlouho odhaleno a plně se projeví až v okamžiku, kdy emitent přestane vyplácet slíbené úroky a nominál, případně až když emitent skončí v insolvenční.

Rozsah a dopad výše nastolených rizik, jež mají vliv na oblast nárůstu úpadků emitentů dluhopisů a zvýšeného počtu případů podvodů a manipulací v průběhu a života emisí rizikových podnikových dluhopisů, jsme se pokusili prozkoumat a popsat v následující analýze.

Druhy a charakteristiky dluhopisů

Podnikové dluhopisy jsou naprosto standardním nástrojem pro zajištění financování emitenta. V ČR i v zahraničí jsou hromadně využívány. Někdy jsou dluhopisy cíleně emitovány pro financování konkrétních programů nebo projektů, jejichž výnosy v budoucnu slouží jako zdroj pro výplatu výnosů z dluhopisů. Ekonomická podstata dluhopisů je ale velmi podobná úvěru. Druhové členění dluhopisů je detailně popsáno v literatuře, případně ve veřejných zdrojích⁴.

Z hlediska rizika lze mezi dluhopisy najít i ty s nízkou úrovní rizika (např. státní dluhopisy nebo podnikové dluhopisy významných firem, dominujících v některém z průmyslových segmentů). Na druhé straně se na trhu nacházejí dluhopisy emitované startupovými nebo netransparentními a obskurními společnostmi, u kterých je rizikovost extrémně vysoká.

Dluhopisy jsou zajímavé možností získat fixní úrokový výnos za fixní dobu, což umožňuje přesně předpovědět výši návratnosti takové investice. To výrazně snižuje riziko investice ve srovnání s akciemi, jejichž výnosy závisí na velkém počtu faktorů a jsou dlouhodobě špatně předvídatelné. Tato předvídatelnost a příslib pevného výnosu, jako záruka nižšího rizika pro investora, by měly být ale vybalancovány nižším výnosem investice, než jakého je investor schopen dosáhnout na výrazně rizikovějším trhu, jako je například akciový trh. Tento předpoklad ale neplatí pro podnikové dluhopisy, které mohla emitovat v podstatě jakákoliv obchodní korporace, bez ohledu na její věk, zkušenosti, finanční výkonnost nebo reputaci.

Podnikové dluhopisy jsou tak spíše vysoce rizikové investice, vhodné pro investory, kteří již mají s investováním dostatečné zkušenosti.

³ Podle zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, je dluhopis „cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu“. Emisí dluhopisů „se rozumí soubor dluhopisů vydávaných na základě týchž emisních podmínek a majících stejné datum emise a stejné datum splatnosti. Dluhopisům téže emise, s nimiž jsou spojena stejná práva, se přidělí stejné identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (ISIN), je-li přidělováno, nebo jiný údaj identifikující dluhopis“.

⁴ Viz např. <https://cs.wikipedia.org/wiki/Dluhopis>.

Kvalitu podnikových dluhopisů (emitovaných od roku 2013) a kredibilitu jejich emitentů není možné jednoduše vyhodnotit a shrnout do statistik. Je to dáno jak nedostupností množství relevantních informací k emitentům, chybějící centrální evidencí emisí, tak pracností takového postupu. I tak ale můžeme vycházet z několika dostupných zdrojů alespoň části emitovaných podnikových dluhopisů. Například Tomáš Lesák⁵ ve své diplomové práci s názvem „Vyhodnocení trhu s podnikovými dluhopisy v ČR pomocí Scorecard 2.0“ zkoumal rating podnikových dluhopisů podle metodiky Scorecard 2.0, stanovené Ministerstvem financí České republiky. Z analýzy vyplývá, že zkoumané české podnikové dluhopisy jsou: *„převážně spekulativního charakteru, jelikož 77 % zkoumaných emisí obdrželo hodnocení ve spekulativním pásmu. Emitenty jsou v naprosté většině mikro společnosti (95 % emisí) se špatnými finančními ukazateli (přes 90 % emisí), což jsou hlavní příčiny velké rizikovosti dluhopisových emisí ve sledovaném souboru. U 55 % emisí nebylo možné vypočítat finanční ukazatele, protože emitenti nezveřejnili účetní výkazy v obchodním rejstříku.“*

Nejrizikovější podnikové dluhopisy jsou označovány jako prašivé dluhopisy (z anglického „junk bonds“). Tyto prašivé dluhopisy jsou spojeny s vysokým výnosem, ale také se značným rizikem. I když část jejich distribučních sítí (pokud jsou distribuovány licencovanými obchodníky) spadá pod silnou regulaci dozorových institucí, regulace se nevztahuje na další distribuční kanály (prodeje přímo emitentem, internetové platformy a tržiště, multi-level marketingové sítě apod.), které nekontrolovatelně nabízejí vysoce rizikové, pochybné nebo přímo podvodné emise.

⁵ https://vskp.vse.cz/81467_vyhodnoceni_trhu_s_korporatnimi_dluhopisy_vcr_pomoci_scorecard_20.

2. Právní rámec emisí dluhopisů v České republice

Základní normou právního rámce pro vydávání podnikových dluhopisů je zákon o dluhopisech⁶, který upravuje především základní náležitosti dluhopisu jako cenného papíru, podmínky jeho emise, jakož i další práva a povinnosti, které s vydanými dluhopisy souvisí. Formální požadavky na podnikové dluhopisy stanovené zákonem zahrnují především základní informace o emitentovi, hodnotě dluhopisů, době splacení dluhopisů a další identifikační náležitosti. Teprve po splnění formálních požadavků se z listiny může stát cenný papír, který pak z každého takto vydaného dluhopisu činí relevantní předmět právních vztahů.

Z hlediska praktického dopadu jsou nicméně důležitá především pravidla pro samotnou emisi podnikových dluhopisů. V tomto směru je pak důležitou normou rovněž i přímo použitelné nařízení⁷ o prospektu, který je obecně emitent povinen vyhotovit, pokud se nejedná o podlimitní emisi definovanou výše v textu⁸. Základní logikou povinnosti zhotovení prospektu je prezentace relevantních okolností potenciálnímu investorovi tak, aby byl tento schopen učinit informované rozhodnutí, a to optimálně se zhodnocením všech potenciálních rizik. V České republice schvaluje prospekty ČNB. Pro celou Evropskou unii vede seznam schválených prospektů Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA).

Samotný prospekt je pak v zásadě zákonem definovaný dokument s předepsanými náležitostmi. Základními částmi prospektu jsou upozornění pro investora o potenciálních rizicích, shrnutí klíčových informací o emitentovi a shrnutí klíčových informací o cenných papírech a podmínkách jejich emise. Lze konstatovat, že zhotovení prospektu je poměrně náročný dokumentační proces, který může být především ve vztahu k malým a středním podnikům vnímán i jako zbytečně omezující.

Jak je nicméně uvedeno výše, samotné zhotovení prospektu a jeho schválení ze strany ČNB v zásadě nic neříká o kvalitě informací v prospektu uvedených a už vůbec ne o potenciálním kreditním riziku emitenta. Koneckonců i samotný pojem „schválení“ dle nařízení je definován jako kladný akt, který je výsledkem kontroly úplnosti, soudržnosti a srozumitelnosti informací uvedených v prospektu. Jak je patrné, autorita schvalující prospekt tedy nemá povinnost (ba ani právo) kontrolovat správnost a relevantnost informací, které v prospektu emitent uvede.

Jako legitimní se tak v daném směru jeví otázka, zdali takto definovaný princip poskytování informací veřejnosti nepůsobí spíše kontraproduktivně. Leckterý emitent se totiž právě schválením prospektu ze strany ČNB zaštiťuje, což může běžného investora mást. Přece jen obecně platí, že proces schválení vždy presumuje určitý druh kontroly. Kontrola je nicméně v případě schválení prospektu pouze toliko formální.

Není tak překvapením, že se řada investorů těch emitentů, kteří nakonec skončí v insolvenčním řízení, často obrací na ČNB a žádají náhradu v mylné představě, že ČNB slouží jako věřitel poslední instance i pro retailové investory. Proti takové představě ČNB logicky brojila, a v dané souvislosti dokonce výslovně varovala, že investice do podnikových dluhopisů není – na rozdíl od vkladů v bankách a záložnách – pojištěna prostřednictvím Garančního systému finančního trhu. Tento přístup se nicméně nejevil jako příliš účinný.

Zákonodárce tedy přistoupil k novelizaci zákona o dluhopisech⁹, která stanovila povinnost emitentů výslovně informovat v rámci emisních podmínek či prospektu o pravé roli ČNB. Nově tedy platilo, že pokud se jedná o emisi dluhopisů s prospektem, pak se v něm musí nutně objevit informace, že ČNB pouze kontroluje, zda prospekt obsahuje všechny požadované náležitosti, a nijak nehodnotí kvalitu informací v prospektu uvedených. Součástí takového upozornění musí být i poučení, že v rámci schvalování není posuzována finanční situace emitenta, a rovněž že ČNB ani nijak negarantuje řádné splacení emise. Reálně ale problémy nastíněné výše v praxi stále přetrvávají.

⁶ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES.

⁸ Uvedené nic nemění na univerzální povinnosti emitenta zpracovat v případě emise dluhopisů tzv. emisní podmínky dle zákona o dluhopisech.

⁹ Zákon č. 119/2020 Sb., zákon, kterým se mění některé zákony v oblasti regulace podnikání na finančním trhu.

Daný fakt je zapříčiněn především tím, že emitované dluhopisy může umístit na trh buďto sám emitent, anebo investiční zprostředkovatel. Ačkoliv je přitom činnost investičního zprostředkovatele regulována zákonem o podnikání na kapitálovém trhu,¹⁰ existuje vždy výrazný střet mezi zájmy zprostředkovatele a konečného investora. Zprostředkovatel je totiž zpravidla motivován velmi vysokou provizí (zejména u tzv. junk bodů) k tomu, aby prodej dluhopisu (či jiného cenného papíru) skutečně zprostředkoval. Tato skutečnost pak může vést k tomu, že spíše, než aby zprostředkovatel dbal na zájmy konečného investora (spočívající především v řádném vysvětlení všech rizik), může mít tendenci závažné okolnosti naopak marginalizovat, či dokonce zamlčet.

Uvedený trend je na trhu již nyní jasně patrný. Koneckonců řada věřitelů v insolvenčních řízeních „velkých“ emitentů¹¹ byla přesvědčena ke svěření prostředků dlužníkovi teprve až po několika urgencích ze strany zprostředkovatelů. Často přitom docházelo k tomu, že zprostředkovatelé investorovi poskytovali při prodeji neúplné či zavádějící informace. Pochybení investičních zprostředkovatelů však nemusí být vždy snadné prokázat, a byť potenciální sankce za takové porušení povinností jsou dle zákona relativně citelné, fakticky jsou často spíše bezzubé.

V praxi tak jde jednak o to, že je případné porušení povinností zprostředkovatele velice špatně doložitelné (málokterý klient si například nahrává telefonické rozhovory), a jednak se i případná sankce spočívající v udělení pokuty ze strany ČNB v daném směru nejeví jako příliš dostatečná a jednotlivým investorům nijak nepomůže. Pro odbourání morálního hazardu na straně zprostředkovatelů a omezení distribuce vadných podnikových dluhopisů by proto bylo možná na místě uvážit novelizaci právní úpravy a zakomponování přímé a zákonem stanovené odpovědnosti (či ručení) zprostředkovatele za zmařenou investici. Uvedené opatření by dle našeho názoru mohlo být na konci dne prospěšné pro celý kapitálový trh.

¹⁰ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

¹¹ Naposledy např. Arca Investments, a.s., byť se v daném případě jednalo o distribuci směnec, nikoliv dluhopisů.

3. Komparace právní úpravy dluhopisů u vybraných jurisdikcí

V následujících několika odstavcích bychom rádi poskytli zběžný vhled na podnikové, zejm. „*high yield*“ (rizikové) dluhopisy v několika vybraných evropských jurisdikcích, a to zvláště v kontextu právního rámce a případného postavení vlastníků dluhopisů v následně zahájeném insolvenčním řízení.

V rámci našeho příspěvku jsme se zaměřili výhradně na dluhopisy jako cenné papíry dle národního práva, a nebudou tedy brány v potaz jiné dluhové nástroje, jako jsou např. („nepojmenované“) investiční certifikáty, směnky apod.

Belgie

První vybranou jurisdikcí je Belgie, která patří mezi státy s relativně vyspělým a kultivovaným trhem kapitálových instrumentů. Dle studie belgické národní banky¹² činil (ke konci roku 2020) objem všech emitovaných dluhopisů ze strany belgických nefinančních podniků cca 1,704 bilionu korun¹³, přičemž velká část těchto emisí byla učiněna ze strany velkých podniků (tedy nikoli SME)¹⁴.

Přítom v rámci Belgie není oblast SME z emise dluhopisů vyloučena a stejně tak, na druhé straně, v zásadě není striktně omezen ani okruh potenciálních investorů, kteří tak mohou být i z retailu. Na druhou stranu, v případě retailových investorů jsou stanovena omezení pro případnou investici do některých komplexnějších či rizikovějších druhů dluhopisů.

Obdobně jako v České republice i v Belgii lze emise dluhopisů rozdělit do dvou kategorií v závislosti na tom, zda podléhají nařízení o prospektu¹⁵ či nikoli. Nařízení o prospektu se stejně jako v České republice nevztahuje na tzv. podlimitní emise. Na rozdíl od České republiky jsou však nicméně pro podlimitní režim dluhopisů stanoveny hned dvě hraniční částky, a to částky 5 a 8 milionů eur (za období dvanácti po sobě jdoucích měsíců v rámci EU). Nižší z částek se uplatní v případě, že emise dluhopisů není kótována v mnohostranném obchodním systému uvedeném ve zvláštním zákoně, a vyšší zase naopak.

V případě podlimitní emise se v rámci Belgie pak nepoužije nařízení o prospektu, ale národní úprava,¹⁶ podle které musí emitent pouze vypracovat krátký informační dokument, který je následně zaslán regulátorovi¹⁷. Prospekt a ani informační dokument však regulátor v rámci svého dohledu z obsahového hlediska, obdobně jako v České republice, nehodnotí. Ochranu investorů na primárním trhu však zajišťuje zvláštní právní předpis¹⁸, přičemž přísnější požadavky jsou kladeny na emise nabízené retailovým zákazníkům.

V případě zahájení insolvenčního řízení s emitentem dochází k automatické akceleraci dluhů, přičemž postavení vlastníků dluhopisů není právním řádem obecně nijak preferováno a zpravidla budou mít obdobné postavení jako ostatní nezajištění věřitelé (samozřejmě v závislosti na druhu vydaného dluhopisu).

Francie

V případě Francie je trh dluhopisů podstatně větší, když objem emitovaných dluhopisů francouzskými nefinančními podniky dosáhl dle francouzské národní banky (ke konci roku 2020) částky cca 18,092 bilionu korun¹⁹. S ohledem na pandemii a možný nedostatek volného cash flow na úrovni podnikatelů pak francouzská vláda vydala balíček novelizace právního řádu, jehož součástí byla rovněž novela právního rámce pro jednodušší emisi korporátních dluhopisů. V tomto směru lze tedy očekávat v budoucnu nárůst trhu dluhopisů.

¹² https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2021/ecorevii2021_h7.pdf.

¹³ Veškeré částky uvedené v této části jsou přepočteny historickým kurzem vyhlášeným pro daný okamžik.

¹⁴ V souladu s definicí dle doporučení Komise č. 2003/361/EC ze dne 6. května 2003, viz: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32003H0361>.

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:02017R1129-20211110>.

¹⁶ *Wet op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt.*

¹⁷ *Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten.*

¹⁸ *Koninklijk besluit betreffende de primaire marktpraktijken.*

¹⁹ <https://www.banque-france.fr/en/statistics/securities-issues-french-residents-2020q4>.

V případě Francie je emise dluhopisů umožněna pouze právníkům osobám, které mají auditovány alespoň poslední dvě účetní závěrky za období předcházející zamýšlené emisi. V případě, kdy by emisi dluhopisů chtěla realizovat nově vzniklá společnost, tak by se musela za emisi dluhopisů zaručit jiná společnost, která splňuje podmínku uvedenou výše. V tomto směru lze tedy konstatovat, že možnost vydávat dluhopisy je v případě Francie rigidnější, než je tomu v případě České republiky, a na emitenty jsou kladeny, byť v zásadě pochopitelné, dodatečné administrativní nároky.

Ve vztahu k investování do dluhopisů nestanoví francouzské právo zvláštní omezení nad rámec případných omezení vyplývajících z evropského práva (ať již z přímo použitelných nařízení, či implementovaných do francouzského měnového a finančního zákoníku²⁰). Další případná specifika plynou pro jednotlivé formy společností z francouzského obchodního zákoníku²¹. Lze tak uzavřít, že držitelé či vlastníci dluhopisů mohou být i fyzické osoby a retail. Uvedené pojetí je pochopitelné vzhledem k podstatě dluhopisů, které spočívá v získávání financování od veřejnosti. Jakkoli mohou právní řády pojem „veřejnost“ v tomto směru modifikovat a zúžit, *a priori* není v rámci Evropské unie běžné retailu ztěžovat, či dokonce zakazovat nabývání těchto dluhových instrumentů, ledaže by obsahovaly prvky některých jiných instrumentů (a jednalo by se tak např. o strukturované investiční produkty).

Obdobně jako v případě belgického práva stanoví i právo francouzské vyšší hraniční částku pro podlimitní emise než právo české. Dle francouzského práva tak není nutné vyhotovovat prospekt emise dluhopisů v případě, kdy objem emise nepřekročí 8 milionů eur. V případě těchto podlimitních emisí je však stále třeba informovat regulátora²² a vyhotovit informační dokument pro investory (v případě veřejné emise). Stejně jako v případě dvou uvedených jurisdikcí však regulátor v žádném případě nedělá přezkum materiálních aspektů rizikových faktorů a v zásadě jde pouze o formální povinnost, která má sloužit jako podklad pro řádné informování investorů. Nikoli však garanci, jak se řada lidí, většinou z retailu, mylně domnívá.

V případě zahájení insolvenčního řízení jsou ve Francii vlastníci dluhopisů zařazeni do skupiny dle hmotného práva, zpravidla tedy s ostatními nezajištěnými věřiteli (ledaže půjde o dluhopisy zajištěné). Pokud však tyto dluhopisy umožňují jejich vlastníkům přístup k ekvité emitenta (např. se jedná o konvertibilní či vyměnitelné dluhopisy), pak jsou jejich vlastníci považováni za skupinu odlišnou od ostatních věřitelů (byť by s nimi měli postavení *pari passu*). V zásadě tak jde *de facto* o znevýhodnění takových věřitelů, jelikož s nimi v rámci insolvenčního řízení může být zacházeno podle pravidel určených pro vlastníky dlužníka. Tato pravidla jsou pak logicky přísnější než ta, která jsou určena pro nezajištěné věřitele.

Německo

Další ze srovnávaných jurisdikcí je Německo. Objem nesplacených korporátních dluhopisů činil (ke konci roku 2020) cca 5,716 bilionu korun²³, (resp. ke konci roku 2021) 5,959 bilionu korun, přičemž z toho činily nové emise „*high-yield*“ dluhopisů (se spekulativním stupněm ratingu) cca 380,66 miliardy korun^{24,25}. V zásadě tak lze konstatovat, že se jedná o velmi rozvinutý trh, který skrývá mnoho potenciálu, ale rovněž i rizik.

Německé právo²⁶ obecně nelimituje okruh osob, které mohou dluhopisy emitovat, ani v obecné rovině neomezuje možnosti investice do dluhopisů. V daném případě je úprava Německa velmi podobná, jako je tomu v případě České republiky. Obdobně jako v případě Francie zvolil i německý zákonodárce maximální možnou částku dle nařízení o prospektu 8 milionů eur jako rozhodnou pro povinnost vyhotovit k emisi prospekt.

V rámci jurisdikce Německa tedy platí za podlimitní emise ty, u kterých celková hodnota protiplnění nabídek emitenta v EU za období dvanácti měsíců nepřesahuje 8 milionů eur; v takovém případě má emitent

²⁰ *Code Monétaire et Financier*.

²¹ *Code de Commerce*.

²² *Autorité des Marchés Financiers*.

²³ <https://fred.stlouisfed.org/series/TDSAMRIAONCDE>

²⁴ <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/anleihen/dunkle-wolken-ueber-high-yield-bonds-122563/>

²⁵ Část z těchto emisí se však neřídí německým právem – jedná se zejm. o velké emise, pro které se volí typicky právo státu New York, a které jsou více unifikované z hlediska nastavení práv a povinností, zajištění, popř. jiných aspektů; tyto emise kvalitativně nespádají do rozsahu této Studie.

²⁶ Zejm. *Wertpapierprospektgesetz, Schuldverschreibungsgesetz a Bürgerliches Gesetzbuch*.

povinnost vyhotovit informační dokument a ten zaslat před jeho uveřejněním ke schválení regulátorovi²⁷. Stejně jako v případě všech výše uvedených jurisdikcí ani v Německu regulátor nehodnotí prospekt po materiální stránce a v zásadě se omezí pouze na formální kontrolu náležitostí stanovených právním řádem. Emise korporátních dluhopisů (nikoli nutně podlimitních) se v Německu v nedávné době těší vzrůstající oblibě zejména ze strany malých a středních podniků.²⁸ Je však nutné uvést, že u řady těchto emisí došlo v posledních letech k nesplacení a následné nutnosti renegociovat s věřiteli podmínky či rovnou došlo k úpadku emitenta.

Věřitelé pak mají v případě insolvence postavení vyplývající z hmotného práva, tj. v případě nezajištěné emise spadají do skupiny nezajištěných věřitelů²⁹ a jsou s nimi *pari passu*. V tomto případě je tedy situace velmi obdobná, jako tomu je například v České republice. Na rozdíl od České republiky je nicméně v rámci Německa zcela běžné, že vlastníci dluhopisů jsou v rámci insolvenčního řízení zastoupeni společným zástupcem³⁰.

Na závěr dodáme, že z řad našich zahraničních kolegů zaznívá, že trend defaultu emitentů dluhopisů, kteří zároveň splňují definici SME, je vnímán jako narůstající problém.

Slovensko

Podle statistik Národní banky Slovenska se emise podnikových dluhopisů na Slovensku v letech 2016 až 2019 zdvojnásobily. Zatímco v letech 2015 a 2016 činily emise podnikových dluhopisů na Slovensku něco málo přes 2 miliardy eur, v polovině roku 2019 se celkový objem podnikových dluhopisů vydaných na Slovensku pohyboval již kolem 5,5 miliardy eur (135 miliard Kč). Následně se tento dynamický růst zastavil a celkový objem emitovaných podnikových dluhopisů se již výrazněji neposunul.

Národní banka Slovenska rovněž uvádí, že expanzi podnikových dluhopisů na Slovensku významně ovlivňuje poptávka ze sektoru domácností. „Hodnota přímo držených dluhopisů vydaných nefinančními podniky ve vlastnictví domácností vzrostla z méně než 0,6 miliardy eur na začátku roku 2016 na 2,2 miliardy eur na konci roku 2021.“³¹ Důvodem jsou nízké úrokové sazby a aktivita bank a obchodníků s cennými papíry, kteří tento typ investic prostřednictvím svých poboček hojně nabízejí.

Národní banka Slovenska rovněž upozorňuje na rizika, zejména na to, že investiční skupiny zakládají vlastní obchodníky s cennými papíry, kteří distribuují vlastní dluhopisy nebo dluhopisy spřízněných společností. Dluhopisy jsou často vydávány s nízkou emisní hodnotou a zaměřují se na prodej drobným investorům. Zároveň je slovenský trh podnikových dluhopisů vysoce koncentrovaný, přičemž 20 největších emitentů drží 60 % hodnoty všech dluhopisů vydaných nefinančními společnostmi a téměř 40 největších emitentů pokrývá 80 % trhu. Národní banka Slovenska také upozorňuje, že značnou část největších emisí vydávají subjekty, které jsou vzájemně majetkově propojeny, přičemž emitenty jsou často účelové společnosti, tzv. SPV, často právně určené pro jeden převážně nemovitostní projekt.

Situaci na Slovensku nenapomáhá ani skutečnost, že podnikové dluhopisy nejsou vůbec hodnoceny ratingovými agenturami. Z těchto důvodů považuje Národní banka Slovenska významnou část investic do podnikových dluhopisů za rizikovou investici.³²

Slovenská legislativa umožňuje vydávat dluhopisy nejen slovenským právníckým osobám, ale i zahraničním právníckým osobám a fyzickým osobám podnikatelům.³³ Uplatňuje se také evropské nařízení o prospektu³⁴,

²⁷ *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsich.*

²⁸ *Mittelstandsanleihen.*

²⁹ Ve specifických případech je však možné, aby vlastníci dluhopisů tvořili samostatnou skupinu, to je však spíše relevantní pro restrukturalizační řízení.

³⁰ *Gemeinsamer Vertreter.*

³¹ Zdroj NBS: <https://nbs.sk/dokument/d7b915a9-b013-4baf-a2b6-e091438af0b0/stiahnut?force=false>.

³² Stanovisko odboru dohledu nad kapitálovým trhem Národnej banky Slovenska zo dňa 28.04.2021 (dohľadový benchmark) k distribúcii podnikových dlhopisov <https://nbs.sk/dohlad-nad-financnym-trhom/legislativa/legislativa/detail-dokumentu/stanovisko-odboru-dohladu-nad-kapitalovym-trhom-narodnej-banky-slovenska-zo-dna-28-04-2021-dohladovy-benchmark-k-distribucii-podnikovych-dlhopisov/>.

³³ § 3 ods. 1 písm. a) zákona č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch.

³⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:02017R1129-20211110&from=CS>.

tj. rozlišuje se mezi emisemi podnikových dluhopisů, u nichž musí být prospekt schválen a u nichž schválen není.

Podnikový dluhopis může na Slovensku koupit i drobný spotřebitel, a pokud mu osoba oprávněná Národní bankou Slovenska k distribuci korporátních dluhopisů doporučí nákup dluhopisu, má právo požádat o prohlášení, že nákup je pro něj vhodný.³⁵

V případě platební neschopnosti emitenta podnikového dluhopisu má věřitel právo přihlásit pohledávku do konkurzu nebo restrukturalizace úpadce. V takovém případě se jedná o nezajištěnou pohledávku, která se uspokojuje poměrně. Pohledávka z dluhopisu zajištěná ručitelem se nepovažuje za zajištěnou pohledávku ve smyslu slovenského zákona o konkurzu a restrukturalizaci³⁶, ale opravňuje věřitele požadovat plnění od ručitele. Za této situace a vzhledem k výše zmíněné vysoké koncentraci slovenského trhu podnikových dluhopisů lze předpokládat, že v případě finančně propojeného ručitele může platební neschopnost emitenta způsobit i platební neschopnost ručitele.

Slovenská legislativa od 17. července 2022 umožňuje i tzv. preventivní restrukturalizaci, přičemž právě v případě veřejné preventivní restrukturalizace lze restrukturalizovat i závazky emitenta vůči držitelům podnikových dluhopisů.

³⁵ § 73f zákona č. 566/2001 Z.z. o cenných papírech a investičních službách a o změně a doplnění některých zákonov (zákon o cenných papírech).

³⁶ § 8 zákona č. 7/2005 Z.z. o konkurze a reštrukturalizácii a o změně a doplnění některých zákonov

4. Investoři do dluhopisů

Současný vývoj nízkých úroků na peněžních trzích, kvantitativního uvolňování, vysoké nabídky investičních příležitostí (včetně rizikových dluhopisů), netransparentnosti velké části emitentů a neznalosti podnikového prostředí, to vše vytváří asymetrické podmínky v přístupu k informacím a jejich vyhodnocení. Emitent je tak velmi zvýhodněn oproti investorům, kteří se i pod vlivem vysokých výnosů ženou do investování do dluhopisů, kterým buď příliš nerozumí, nebo si nejsou schopni riziko investice vyhodnotit. Společným znakem je chamtivost investorů, zaslepených vysokým úrokem, nezřídka atakujícím deset procent, přičemž rizikovitost takových investic investoři naopak podceňují. Nezřídka je poškozeným ten investor, který netuší, že čím je vyšší nabízený výnos, tím je obvykle vyšší riziko neúspěchu.

Jaké osoby můžeme najít mezi dluhopisovými investory padlých společností emitentů?

Nejohroženější skupinou jsou fyzické osoby, které potřebovaly krátkodobě nebo dlouhodobě zhodnotit své úspory a byly nalákány na výhodné a bezpečné investice s vysokým výnosem. Často se jedná o osoby, které jsou již klienty různých zprostředkovatelů a jejichž prostředky byly vloženy do vícero pochybných podnikových dluhopisů. Prodejci jsou často multi-level marketingové (dále jen „MLM“) společnosti. Tento typ věřitelů si nebyl schopen důkladně analyzovat emitenta a investiční záměr, neměl dostatek informací nebo zkrátka slepě důvěřoval prodejci.

Další skupinou jsou informovaní investoři nebo investiční společnosti, které se nechaly nalákat na dobře odůvodněný investiční záměr nebo které se nechaly přesvědčit prezentací emitenta. Tyto osoby si byly dobře vědomy rizikovosti investice, ale výnos z vysokého kuponu byl pro ně dostatečně vysoký, aby jim odůvodnil rizikovitost investice.

Specifickým typem investorů jsou v některých případech osoby blízké nebo spřízněné s emitentem. Důvod jejich investice do rizikových dluhopisů se můžeme jen domnívat – pravděpodobně investovaly na základě existující vazby na ovládající osoby emitenta a jejich důvěry v tyto osoby, bez ohledu na rizikovitost dluhopisu nebo výkonnost emitenta.

Poslední skupinou jsou nezkušení investoři. Tito si byli schopni prověřit emitenta, investiční záměr nebo prospekt, ale podlehlí vidině vysokých zisků před rizikem, kterou si jejich investice nesla. Jedná se o osoby s úsporami v řádu stovek tisíc korun, které samy neměly odvahu nakupovat akcie.

5. Velikost trhu podnikových dluhopisů

Podnikových dluhopisů je na českém trhu emitováno velké množství, a navíc různé kvality. Největší dluhopisové emise byly vydány bonitními a důvěryhodnými emitenty z řad českých bank, finančních skupin nebo významných průmyslových společností a lídrů v české ekonomice. Počet malých a nekotovaných emisí prodávaných drobným investorům je rovněž významný – jedná se o stovky emisí v objemu několika desítek miliard korun.

Celkový počet vydaných dluhových cenných papírů dosáhl podle údajů ČNB impozantních několika bilionů korun. Většina z tohoto objemu ale připadá na stát a finanční instituce. Statistiky ČNB ale zahrnují pouze emise se schváleným prospektem od ČNB a s přiděleným ISIN.

Vzhledem k tomu, že malé emise podlimitních dluhopisů nebyly do května 2020 centrálně evidovány (změnila to až novela zákona a povinnost evidence u Centrálního depozitáře cenných papírů a přidělení ISIN), nebylo možné vytvořit přesný přehled všech emitentů a jejich emisí od roku 2013 až do současnosti.

Podle odhadů České asociace společností finančního poradenství a zprostředkování, která sdružuje licencované finanční poradce a zprostředkovatele, publikovaného v médiích³⁷, drobní investoři nakoupili v roce 2020 různé rizikové podnikové dluhopisy až za čtyřicet miliard korun. Kromě toho si investoři pořídili směňky, kryptoměny a zlato, přičemž hlavní část z těchto investičních aktiv se měla prodat mimo jakoukoliv regulaci a dohled.

Celková velikost trhu podnikových dluhopisů (bez finančních institucí a státu)

Jak z výše uvedených informací vyplývá, z důvodu nedostatku kvalitních informací není možné jednoduše vyhodnotit celkový počet emisí a objem všech emitovaných dluhopisů. V rámci přípravy dat pro tuto zprávu jsme tato omezení vzali v úvahu a pokusili jsme se identifikovat všechny dostupné zdroje informací o emitovaných dluhopisech a emitentech, tyto zdroje strojově zpracovat a získat základní informace, které by nám umožnily vyhodnotit velikost trhu podnikových dluhopisů v České republice.

Z veřejně dostupných zdrojů se nám podařilo dohledat celkem 1.526 nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v České republice v souhrnné výši 399,4 mld. Kč, které byly emitovány 594 emitenty v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022. Tato celková emitovaná částka neobsahuje dluhopisy vydané bankami, státem nebo municipalitami. Upozorňujeme, že skutečný počet emitovaných dluhopisů se může lišit, protože část emisí nemusela být zveřejněna, byla v průběhu času z otevřených zdrojů odstraněna nebo byla publikována ve zdrojích, které nám nebyly dostupné.

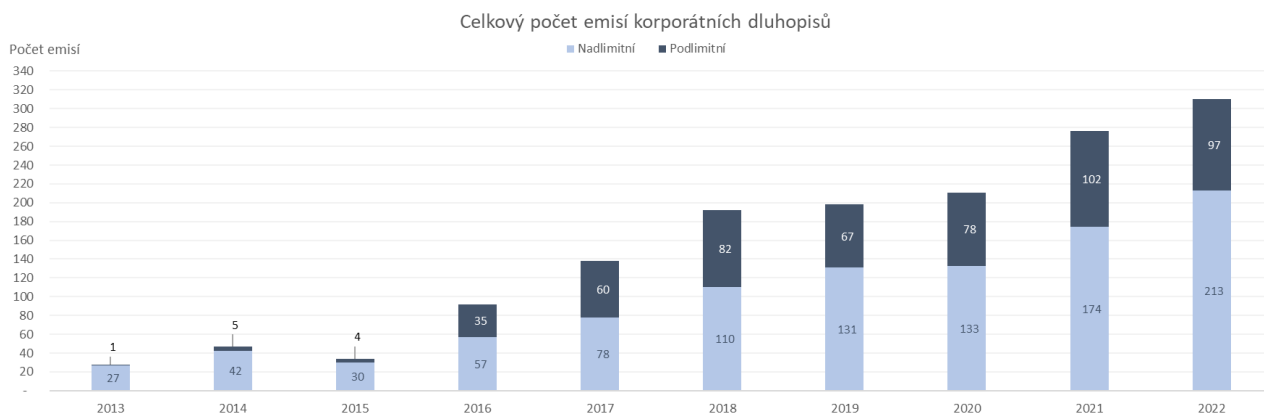
Celkový vývoj počtu a částky emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující tabulka (částky v mil. Kč):

| Rok emise | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Celkem |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Objem emise | | | | | | | | | | | |
| Nadlimitní | 15 134 | 25 580 | 35 052 | 38 242 | 36 155 | 56 567 | 45 257 | 40 275 | 56 112 | 42 892 | 391 267 |
| Podlimitní | 10 | 89 | 25 | 439 | 1 006 | 1 303 | 981 | 1 044 | 1 720 | 1 507 | 8 124 |
| Celkem | 15 144 | 25 669 | 35 078 | 38 681 | 37 161 | 57 870 | 46 238 | 41 319 | 57 833 | 44 398 | 399 391 |
| Počet emisí | | | | | | | | | | | |
| Nadlimitní | 27 | 42 | 30 | 57 | 78 | 110 | 131 | 133 | 174 | 213 | 995 |
| Podlimitní | 1 | 5 | 4 | 35 | 60 | 82 | 67 | 78 | 102 | 97 | 531 |
| Celkem | 28 | 47 | 34 | 92 | 138 | 192 | 198 | 211 | 276 | 310 | 1 526 |

³⁷ <https://www.reportermagazin.cz/a/pAChr/konec-dluhopisoveho-svihaka-miliarda-pryc>.

Z tabulky vyplývá, že emitenti nadlimitních podnikových dluhopisů emitovali celkem 995 emisí v souhrnné výši 391,3 mld. Kč a emitenti podlimitních podnikových dluhopisů emitovali celkem 531 emisí v souhrnné výši 8,1 mld. Kč. Průměrná částka emise od roku 2013 byla ve výši 393,2 mil. Kč u nadlimitních emisí a 15,3 mil. Kč u podlimitních emisí.

Celkový vývoj počtu emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující graf (podle roku emise):



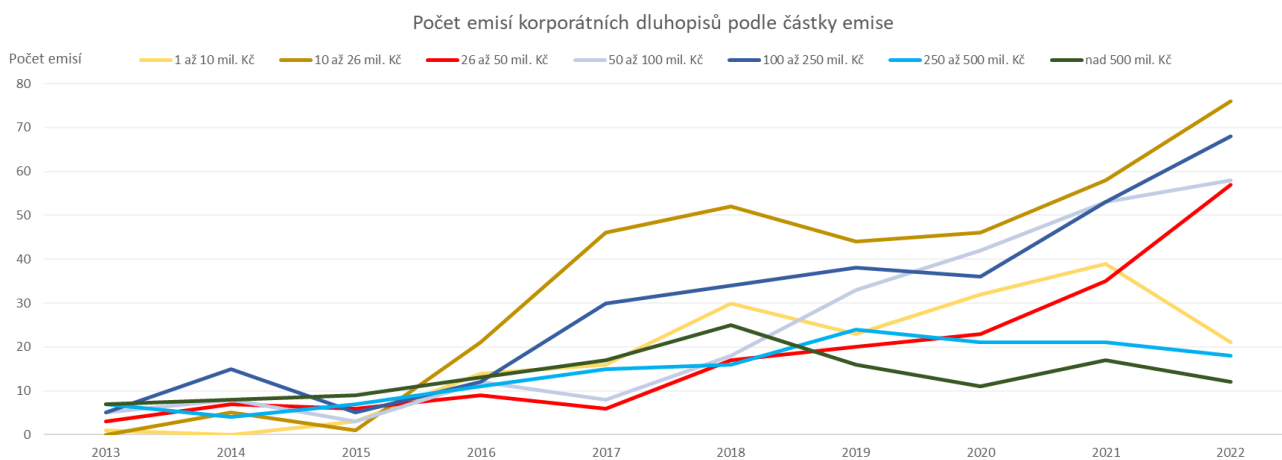
Z grafu vyplývá, že počet emisí podlimitních i nadlimitních podnikových dluhopisů rostl až do roku 2022.

Vývoj celkové částky emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující graf (v mil. Kč, podle roku emise):



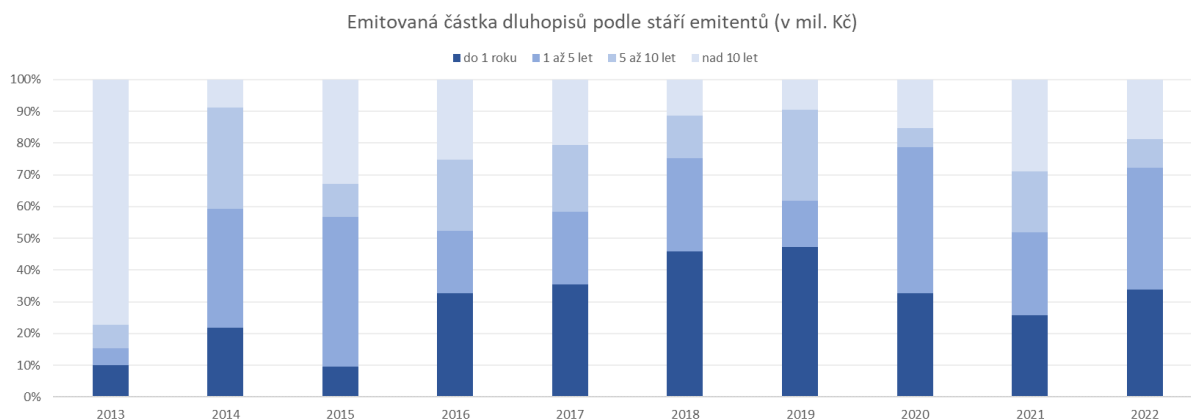
Celková částka emitovaných podlimitních i nadlimitních podnikových dluhopisů byla nejvyšší v roce 2018, kdy bylo emitováno 57,9 mld. Kč podnikových dluhopisů. V roce 2022 bylo emitováno celkem 44,4 mld. Kč (do srpna 2022) podnikových dluhopisů. Z grafu vyplývá, že ve srovnání s objemem nadlimitních emisí je částka podlimitních emisí významně nižší, průměrně za uvedené období dosahuje 2,1 % z částky nadlimitních dluhopisů.

Vývoj celkové částky emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující graf (v mil. Kč, podle roku emise):



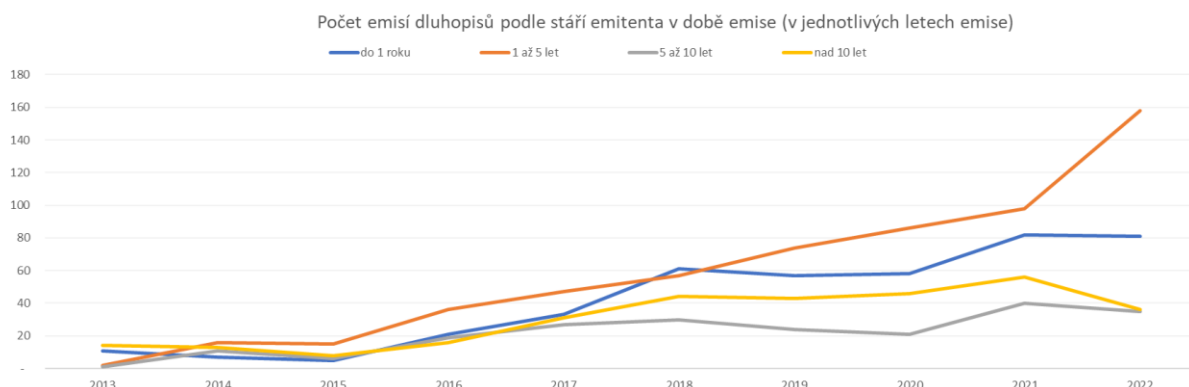
Nejvyšší počet emitovaných dluhopisů byl v kategorii od 10 mil. Kč do 26 mil. Kč v období od roku 2015 do roku 2022.

Přehled struktury věku emitentů ke dni emise na základě emitované částky a rokem emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující graf (v %, podle roku emise):



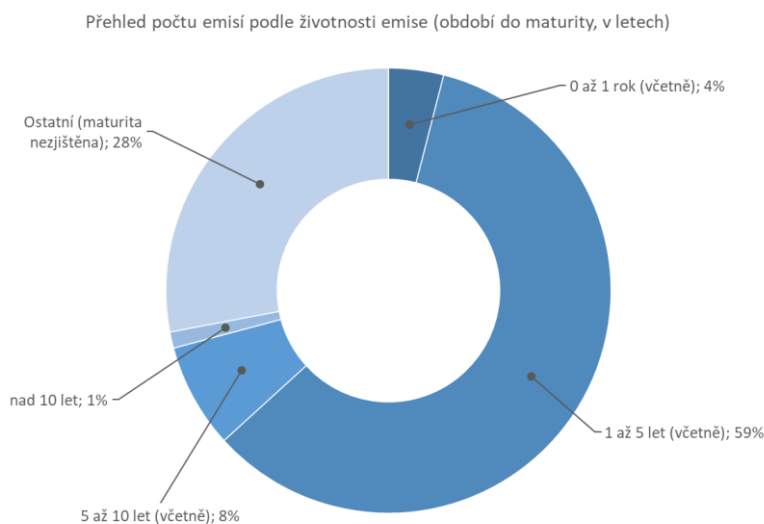
Graf znázorňuje, že až do roku 2019 nejrychleji rostla částka emitovaných dluhopisů vydaných emitenty, založenými méně než jeden rok před datem emise. Od roku 2019 rostli zejména emitenti existující od jednoho roku do pěti let.

Přehled struktury věku emitentů ke dni emise na základě emitované částky a rokem emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující graf (v %, podle roku emise):



Z grafu vyplývá, že počet emitovaných dluhopisů byl nejvyšší v kategoriích od jednoho roku do pěti let existence emitenta, následovaný emitenty v kategorii do jednoho roku existence. Z uvedeného vyplývá, že vysoký počet emisí byl vydán zejména novými a krátce existujícími společnostmi.

Přehled počtu emisí podle životnosti emise, tj. časového období, na které investor poskytl emitentovi finanční prostředky, v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 zobrazuje následující graf (v %):



K necelým 28 procentům emisí se nám nepodařilo strojově dohledat životnost dluhopisu. Z údajů, u kterých byla životnost uvedena, případně jsme ji mohli vypočítat jako rozdíl mezi datem a maturitou emise, vyplývá, že na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise – téměř dvě třetiny (63 % z celkového počtu) emitovaných podnikových dluhopisů byly vydány na období do pěti let. Pouze 9 % z celkového počtu dluhopisů s identifikovanou životností bylo emitováno na období vyšší než pět let.

Důvody prudkého růstu emisí podnikových dluhopisů od roku 2013

Jak je zřejmé z výše uvedených grafů, objem emitovaných dluhopisů začal významně růst od roku 2013. Co tento růst způsobilo? Odborníci oslovení v médiích se shodují na následujících důvodech^{38,39,40}:

- Nulový, případně v zahraničí záporný výnos ze státních a bonitních dluhopisů. Nulové nebo zanedbatelné úroky na termínovaných vkladech a spořicíh účtech drobných střadatelů. I když se situace na trhu změnila a výnosy z dluhopisů významně poklesly, nezkušení investoři stále požadovali výnosy ve vyšších jednotkách procent.
- Zpřísněná regulace bank, která banky omezila v poskytování úvěrů na rizikovější projekty. Menší společnosti se tak zaměřily na získání financování z emise dluhopisů, kde mohly získat financování za nižší úroky ve srovnání s bankou.
- Změna legislativy v roce 2012, kdy Česká národní banka spolu s ministerstvem financí rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů. Zanikla tak například povinnost nechat schválit emisní podmínky ČNB.
- Nedostatečná regulace malých emisí u rizikových podnikových dluhopisů.
- Inflace a kvantitativní uvolňování v roce 2020, které přinutily drobné investory hledat záchranu ve vodách vyšších výnosů i za cenu rizikových investic.

Právě výše popsané změny v ekonomice (zejména téměř žádná regulace malých emisí, nízké nebo záporné úrokové sazby nuly a poptávka investorů po vysokých výnosech) způsobily, že šanci na získání financování se otevřely i nebonitním společnostem, které by nemohly získat bankovní financování.

Tento vývoj tak měl nezamýšlené důsledky – situaci rychle pochopili a iniciativy se rovněž chytily pochybní podnikatelé, kteří začali využívat hlad po investicích na vydávání emisí prašivých dluhopisů na rychlé získání prostředků od naivních a lehkovážných investorů nekalým způsobem – pomocí podvodů a manipulací.

³⁸ https://www.idnes.cz/finance/investovani/investovani-dluhopisy-rizika-partners-komentar-martin-masat.A200909_083119_podnikani_frp.

³⁹ https://www.lidovky.cz/byznys/miliardy-v-sede-zone-na-ceskem-trhu-jsou-firemni-dluhopisy-ktere-nemusi-byt-vubec-splaceny.A190116_155418_firmy-trhy_pkk.

⁴⁰ <https://www.kurzy.cz/zpravy/562719-kolik-krve-potece-na-trhu-s-prasivymi-dluhopisy/>.

6. Podlimitní emise

Pojem „podlimitní emise“ označuje takovou emisi dluhopisů, u níž celkový objem veřejně nabízených dluhopisů stejného druhu je nižší než částka 1 mil. eur. Tento limit se počítá za období dvanácti po sobě jdoucích měsíců, přičemž se sčítají veškeré veřejné nabídky dluhopisů činěné v rámci Evropské unie. Součet cenných papírů nabízených v předcházejících 12 měsících nesmí převýšit limitní částku 1 mil. eur.

Od novely platné od května 2020 musí mít každý dluhopis (včetně podlimitních emisí) přiděleno identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (tzv. ISIN). Tato povinnost platí pro listinné i zaknihované dluhopisy. Emitent může vydat dluhopisy jen tehdy, pokud byly nejpozději k datu jejich emise investorům zpřístupněny emisní podmínky (např. na webových stránkách emitenta nebo v sídle emitenta ve formě brožury).

V roce 2012 Česká národní banka (ČNB) spolu s ministerstvem financí změnou legislativy rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů. Kromě jiných podmínek tak zanikla povinnost nechat ČNB schválit emisní podmínky pro dluhopisy s celkovou emitovanou částkou do 1 mil. eur (25,5 mil. Kč, podle aktuálního kurzu). Vydání malých „podlimitních“ emisí podnikových dluhopisů do této částky se tak stalo absolutně neregulovanou, prakticky nehlídanou a velmi rizikovou částí investičního trhu. Do května roku 2020 neexistovala ani povinnost nabídku těchto cenných papírů kamkoliv hlásit. Trh těchto podlimitních, vysoce rizikových podnikových dluhopisů se tak za poslední tři roky nekontrolovaně rozrostl. ČNB si postupně uvědomila vznikající kritickou situaci, a tak v květnu 2017 vydala dokument nazvaný „Desatero pro drobné investory do podnikových dluhopisů“. Tento materiál v obecné rovině upozorňuje na to, že tyto investice jsou rizikové a že schválené prospekty dluhopisových emisí od ČNB neznamenají garanci kvality dluhopisu.

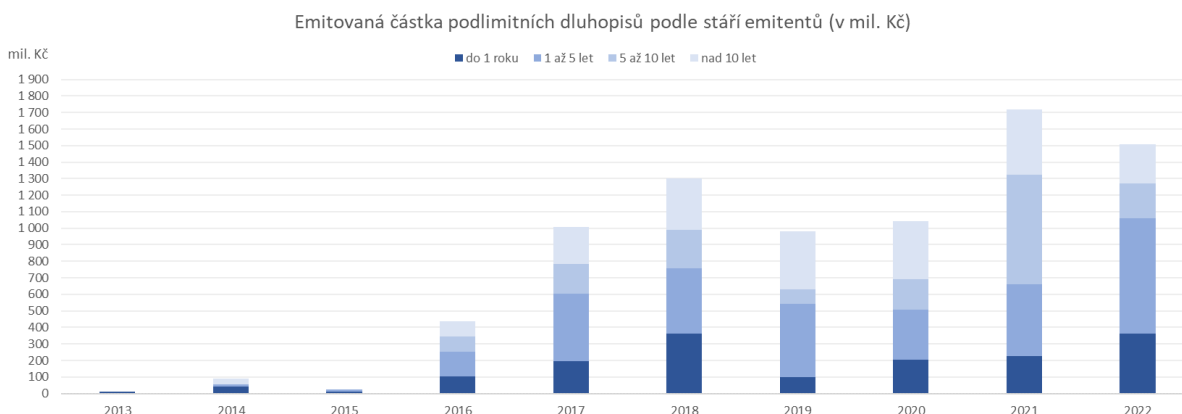
Podlimitní podnikové dluhopisy jsou zpravidla velmi rizikové. Za posledních několik let se velmi rozšířily i mezi zcela nezkušené investory, kteří se nechali zlákat vysokým slibovaným výnosem.

Podlimitní emise jsou vydávány zejména společnostmi, které by nedokázaly získat financování jiným způsobem. Protože neuspěly ve snaze získat financování od finančních institucí, případně na regulovaném finančním trhu (nebo to bylo pro emitenty velmi drahé), našly alternativní způsob financování od jednotlivých drobných investorů. Vedle takovýchto společností se ale začali objevovat i emitenti, kteří byli od počátku vedeni nekalými úmysly – s cílem obohatit se na prostředcích investorů a získané prostředky již nevrátit.

Celkový trh podlimitních emisí dluhopisů, zejména jejich počet, jména jejich emitentů a částku prodaných dluhopisů drobným investorům, to je v současnosti složité přesně stanovit. Důvodem je zvláště neexistence centrální evidence emisí, chybějící informace o jejich nabídce, různorodost jejich distribučních prodejních sítí a jejich transparentnost. Rovněž je obtížné zjistit, kolik dluhopisů je opravdu natolik rizikových, že s vysokou mírou pravděpodobnosti nebudou splaceny.

Podle námi shromážděných informací a dat, které budou popsány v následujících částech studie, bylo od 1. 1. 2013 vydáno 531 podlimitních emisí v souhrnné částce 8,1 mld. Kč.

Vývoj emitované částky podlimitních dluhopisů od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022, rozčleněné podle stáří emitentů a roku emise, je zobrazeno v následujícím grafu (v mil. Kč):



Vývoj emitované částky podlimitních dluhopisů od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022, rozčleněné podle stáří emitentů a roku vydání emise, je zobrazen v následující tabulce (v Kč):

| Rok emise | do 1 roku | od 1 do 5 let | od 5 do 10 let | nad 10 let | Celkem |
|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 2013 | 9 500 000 | | | | 9 500 000 |
| 2014 | 40 000 000 | 15 000 000 | | 33 950 000 | 88 950 000 |
| 2015 | 11 000 000 | 14 200 000 | | | 25 200 000 |
| 2016 | 105 176 690 | 149 000 000 | 90 000 000 | 94 873 876 | 439 050 566 |
| 2017 | 196 500 000 | 407 460 000 | 180 000 000 | 222 293 000 | 1 006 253 000 |
| 2018 | 361 853 000 | 395 966 000 | 231 264 000 | 314 284 000 | 1 303 367 000 |
| 2019 | 97 350 000 | 445 290 000 | 87 586 000 | 351 069 944 | 981 295 944 |
| 2020 | 204 400 000 | 301 890 000 | 185 500 000 | 351 850 000 | 1 043 640 000 |
| 2021 | 226 230 000 | 432 820 000 | 664 542 000 | 396 750 000 | 1 720 342 000 |
| 2022 | 361 670 000 | 696 530 000 | 212 874 000 | 235 500 000 | 1 506 574 000 |
| Celkem | 1 613 679 690 | 2 858 156 000 | 1 651 766 000 | 2 000 570 820 | 8 124 172 510 |

Částka a počet emitovaných podlimitních dluhopisů ve výše uvedené tabulce a grafu zahrnuje i emitenty v kategorii vysoce rizikových, tzv. prašivých dluhopisů. Naším cílem nebylo tyto podlimitní rizikové emise detailněji analyzovat a ani stanovovat jejich kreditní riziko. Ponecháváme proto tento typ vyhodnocení kreditního rizika na pozdější analýzy v budoucnosti.

Podmnožinu podlimitních podnikových dluhopisů z množiny námi analyzovaných dluhopisů podrobněji analyzoval ve své již zmiňované diplomové práci Tomáš Lesák⁴¹. Z jeho analýzy kreditního rizika podlimitních dluhopisů podle metodiky Scorecard 2.0⁴² vyplynulo, že podlimitní emise jsou rizikovější než emise nadlimitní.

⁴¹ https://vskp.vse.cz/81467_vyhodnoceni_trhu_skorporatnimi_dluhopisy_vcr_pomoci_scorecard_20.

⁴² Scorecard podnikových dluhopisů 2.0 (Corporate bond scorecard 2.0). Jedná se o dokument, jehož účelem je poskytnout retailovým investorům, kteří nejsou příliš zkušenými v podobné formě investování, jednoduchý a rychlý nástroj pro počáteční posouzení dluhopisů. Zdroj: <https://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/kapitalovy-trh/podnikani-na-kapitalovem-trhu/2020/verejna-konzultace--scorecard-korporatni-37189>.

Závěry Tomáše Lesáka kromě jiného obsahovaly následující informace:

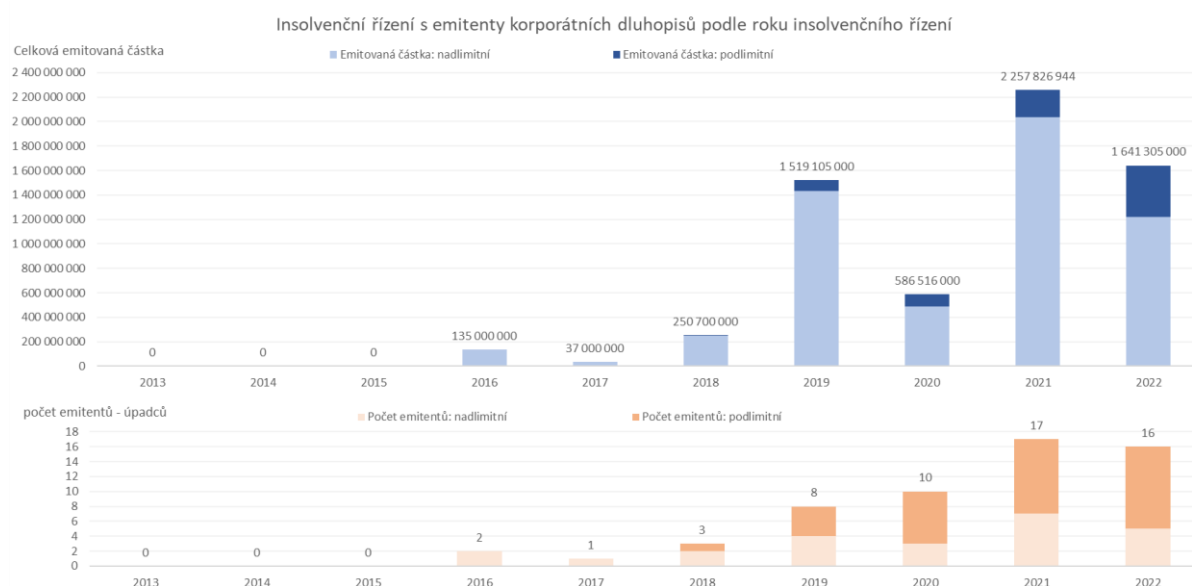
- „U podlimitních emisí neexistovala žádná emise, která by byla hodnocena lépe než ve třetí kategorii „středně konzervativní emise“. Nejlépe hodnocenou podlimitní emisí je emise ve výši 25 mil. CZK z roku 2017 od společnosti AGRO 21 s.r.o. Jedná se o jednu z mála podlimitních emisí, kdy administrátorem byl obchodník s cennými papíry pod dohledem ČNB. U podlimitních emisí je 80 % emisí ve spekulativních kategoriích, přičemž přes 60 % emisí se nachází ve velmi spekulativním pásmu. Pouze jedno procento podlimitních emisí získalo více než polovinu z maxima možných bodů. Lze tedy konstatovat, že na škále Scorecard 2.0 jsou podlimitní emise podprůměrné neboli jinak řečeno nadprůměrně rizikové.
- Jediným hodnotícím kritériem, ve kterém podlimitní emise dosáhly slušných výsledků, je doba fungování společnosti k datu emise. 53 % podlimitních emisí bylo vydáno společnostmi existujícími déle než 5 let, přičemž průměrný věk společnosti v době emise byl 8 let. Nicméně o to více je zarážející, jak špatných finančních ukazatelů dosahovaly společnosti vydávající podlimitní emise, když ve dvou třetinách případů existovaly emitující společnosti tři roky a více. Samotní emitenti jsou si zřejmě vědomi své horší situace, a proto se snaží nalákat investory na potenciálně vyšší výnos.
- Pokud budeme hodnocení podle Scorecard 2.0 chápat jako měřítko rizika, tak se ukazuje, že platí učebnicový vztah – čím vyšší riziko, tím vyšší potenciální výnos. Mezi podlimitními emisemi bylo nalezeno dvanáct emisí od deseti emitentů, u kterých měl prokazatelně dlužník problém se splácením minimálně části emise.
- Pozitivně lze hodnotit skutečnost, že 92 % emisí s problémem se splácením bylo Scorecard 2.0 identifikováno jako velmi rizikové, vyjma emise od společnosti EMTC – Czech a.s., která byla s osmi body zařazena do kategorie „středně konzervativní investice“.
- U podlimitních emisí mělo problém se splácením minimálně 5 % z celkového počtu emisí. Je možné, že společností, které měly problém se splácením, bylo více. Společnost může mít problém se splácením, i pokud nemá záznam v insolvenčním rejstříku, takové případy jsou ovšem z veřejných zdrojů obtížně dohledatelné. Osm z těchto emisí bylo nalezeno na stránkách dluhopisy.cz a tři na webu České dluhopisy. Pro ověření skutečné rizikovosti by bylo nutné mít data o nesplacených emisích. Z dostupných dat mělo problém se splácením 5 % počtu analyzovaných emisí a méně než 1 % objemu emisí.“

7. Statistiky emitentů v úpadku a insolvenčním řízení

Analyzovali jsme informace o emitentech, kteří vydali podnikové dluhopisy na českém dluhopisovém trhu v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 a na které byl ve stejném období podán insolvenční návrh nebo návrh na moratorium. Počet zjištěných emitentů-úpadců tak vychází pouze z námi identifikovaných zdrojů informací o emisích publikovaných ve veřejných zdrojích a námi dostupných databázích. Upozorňujeme, že vzhledem ke skutečnosti, že neexistuje oficiální zdroj či centrální evidence dluhopisových emisí (zejména podlimitních), a pokud se nám nepodařilo identifikovat všechny emitenty dluhopisů, mohou být naše výsledky o insolventních emitentech zkreslené.

V předchozí kapitole byl popsán vývoj emitovaných podlimitních podnikových dluhopisů, který se po roce 2012 každoročně prudce navyšoval. Počet emitentů dluhopisů, kteří skončili v insolvenčním řízení, protože nebyli schopni splácet nejen slíbené kupony (úroky), ale rovněž jistinu dluhopisů, rovněž rostl.

Vývoj počtu emitentů podnikových dluhopisů podle roku insolvenčního řízení a objemu vydaných emisí je znázorněn v následujícím grafu (v Kč):

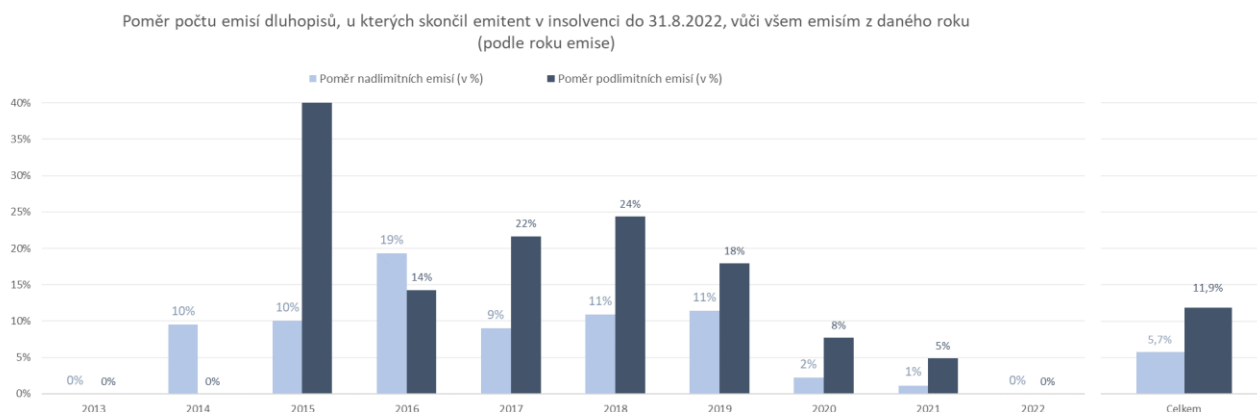


V období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022 skončilo v insolvenčním řízení celkem 57 emitentů dluhopisů, kteří vydali podlimitní a nadlimitní emise v souhrnné emitované částce 6,4 mld. Kč.⁴³ V insolvenci skončili emitenti, kteří vydali 5,46 mld. Kč nadlimitních emisí a 0,97 mld. Kč podlimitních emisí. Od roku 2018 můžeme pozorovat postupný nárůst počtu emitentů v insolvenci, pohybující se od 3 emitentů v roce 2018 až po 17 emitentů v roce 2021. K 31. 8. 2022 skončilo v insolvenci 16 emitentů a očekáváme, že tento počet bude dále růst do konce roku 2022.

V roce 2021 skončili v insolvenci emitenti, kteří historicky emitovali celkem 2,26 mld. Kč. Vzhledem na vývoj v současném roce (stav 1,64 mld. Kč k 31. 8. 2022) je pravděpodobné, že rovněž v tomto roce by mohli skončit v insolvenci emitenti s částkou emitovaných dluhopisů dosahující výše roku 2021.

⁴³ Upozorňujeme, že se jedná pouze o hodnoty dohledaných emisí ve veřejných zdrojích.

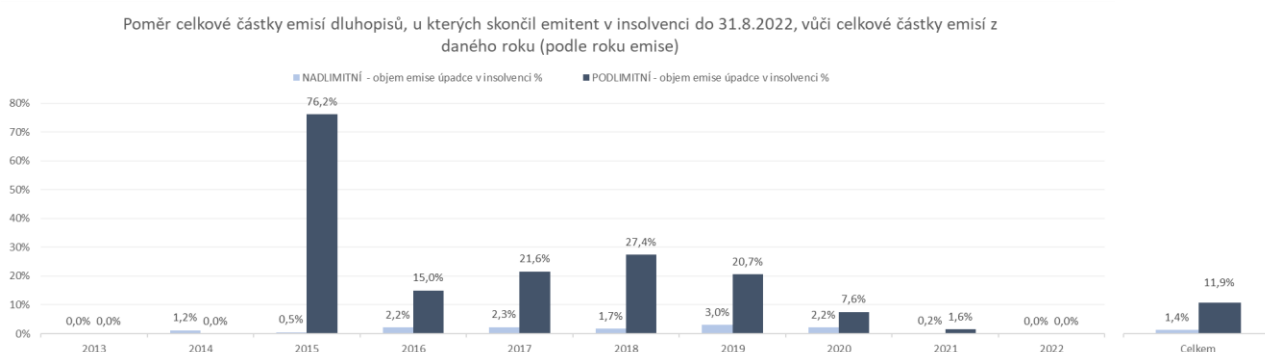
Vývoj poměru počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022, vůči všem emisím z daného roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Za prověřované období skončili v insolvenční emitenti, kteří vydali průměrně 5,7 % (57 z 995 emisí) z celkového počtu emisí všech veřejně nabízených **nadlimitních** dluhopisů (v celkové částce 5,46 mld. Kč) a 11,9 % (63 z 531 emisí) z celkového počtu všech **podlimitních** dluhopisů (v celkové částce 0,97 mld. Kč).

V insolvenční skončilo 24 z 353 emitentů (tj. 6,8 % z celkového počtu emitentů) všech veřejně nabízených **nadlimitních** dluhopisů a 33 z 283 emitentů (tj. 11,7 % z celkového počtu emitentů) všech **podlimitních** dluhopisů. V insolvenční sice skončilo o devět emitentů podlimitních dluhopisů více než emitentů nadlimitních dluhopisů, celková částka nadlimitních emisí byla ale ve výši sedminásobku emitované částky podlimitních emisí.

Vývoj poměru částky emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022, vůči částce všech emisí z daného roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



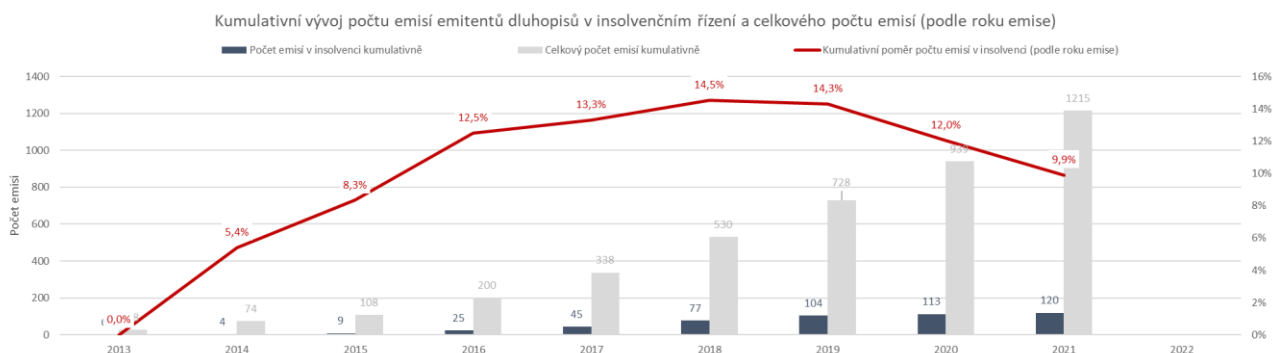
Od roku 2013 do 31. 8. 2022 skončili v insolvenční emitenti, kteří vydali podnikové dluhopisy v souhrnné výši 6.427.452.944 Kč z celkové emitované částky 399.390.889.067 Kč, tj. poměr podnikových dluhopisů v insolvenční byl ve výši 1,6 % z celkové emitované částky. Významný rozdíl je však mezi poměrem podlimitních a nadlimitních emitovaných dluhopisů v insolvenční, ze kterého vyplývá, že podlimitní dluhopisy jsou významně rizikovější, než dluhopisy nadlimitní:

- v insolvenční skončilo v průměru 1,4 % z celkové částky emisí nadlimitních dluhopisů, ale
- až 11,9 % emisí z celkové částky podlimitních dluhopisů.

Z grafu vyplývá nárůst emitované částky emitentů v insolvenční řízení zejména z emisí vydaných v roce 2015, kdy z celkové částky emitovaných podlimitních dluhopisů ve výši 25,2 mil. Kč skončily v insolvenční řízení dluhopisy ve výši až 19,2 mil. Kč, tj. až 76,2 % z celkové emitované částky v tomto roce. Jednalo se zejména o emisi společnosti Lipa Learning s.r.o. ve výši 14,2 mil. Kč.

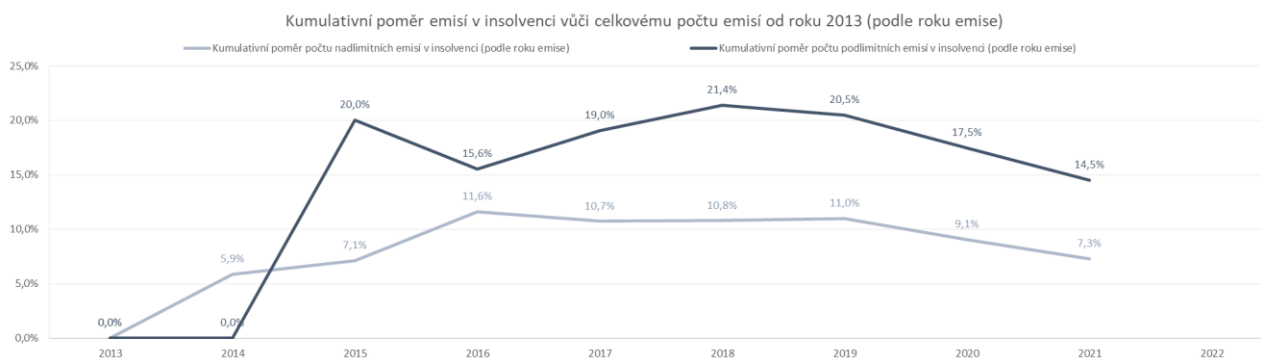
Druhým nejvýznamnějším obdobím je rok 2018, ve kterém byly vydány podlimitní emise dluhopisů, ze kterých skončila v insolvenční řízení až čtvrtina všech emitovaných podlimitních dluhopisů. Očekáváme, že s blížící se dobou splatnosti emisí emitovaných v letech 2019 a 2020 se rovněž významně navýší poměr těchto emisí, které skončí v insolvenční řízení.

Vývoj celkového kumulativního poměru počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022, vůči všem emisím z daného roku emise je znázorněn s počtem emisí v následujícím grafu (v %):



Kumulativní poměr počtu emisí dluhopisů (od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022), u kterých skončil emitent v úpadku, osciloval pro emise v období od roku 2016 do 2020 okolo hodnoty 12 % až 14,5 %. Žádný emitent emisí vydaných v roce 2022 neskončil do 31. 8. 2022 v insolvenční řízení. Nižší kumulativní hodnota poměru v roce 2021 ve výši 9,9 % mohla být způsobena specifickým vývojem v české ekonomice z důvodu pandemie koronaviru. Vzhledem k opatření státu v koronavirovém období ve formě tzv. kvantitativního uvolňování, poskytování finanční podpory podnikatelům na zaměstnanost, zavedení speciálních moratorií a dalších opatření, je pravděpodobné, že část dluhopisových emitentů, kteří by měli skončit v insolvenčním řízení v letech 2020 a 2021, získalo další časový odklad na pokračování jejich provozu. Na vývoj emisí v insolvenční řízení od roku 2020 má rovněž vliv to, že tyto emise ještě nemusely být ve splatnosti, a proto se jejich default projeví až v dalším období. I z důvodů těchto výjimečných intervencí proto očekáváme významnější nárůst emitentů podlimitních dluhopisů v období jednoho až dvou let.

Vývoj kumulativního poměru počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022, vůči všem emisím z daného roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Graf znázorňuje kumulativní hodnoty poměru počtu emisí „v insolvenční“ vůči všem emisím vydaným v daném roce pro podlimitní a nadlimitní emise dluhopisů od 1. 1. 2013. Z vývoje vyplývá, že emitenti podlimitních emisí končili častěji v insolvenční než emitenti nadlimitních emisí. Poměr počtu podlimitních emisí v insolvenční byl v maximální výši 21,4 % emisí ke kumulativnímu počtu emisí do roku 2018, do roku 2021 poměr klesl na úroveň 14,5 %. Nadlimitní emise měly nejvyšší kumulativní hodnotu v roce 2016, kdy dosáhly poměru 11,6 %, do roku 2021 pak poměr klesl na úroveň 7,3 % emisí v insolvenční. Tento poměr se postupně snižoval, protože některé z emisí ještě nemusely být splatné a tím ještě nebylo zahájeno insolvenční řízení emitenta v úpadkové situaci. Upozorňujeme, že graf znázorňuje vývoj emisí podle roku emise, tj. jednalo se o emise vydané emitenty ve zázorném období, přičemž emitenti skončili v insolvenční až v dalším období.

Následující tabulka znázorňuje přehled emitentů dluhopisů (seřazený podle obchodní firmy emitenta) se zahájeným insolvenčním řízením, rozčleněný podle částky na nadlimitní a podlimitní emise (tj. emitenti se mohou vyskytovat v obou skupinách), a podle roku insolvenčního řízení (v Kč):

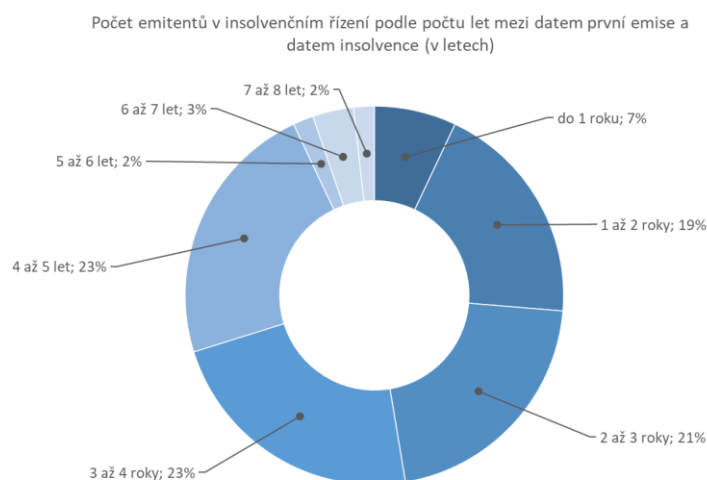
| Částka | Emitent | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Celkem |
|-------------------------|--|--------------------|-------------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | Arca Acquisition Capital, a.s. | | | | | 200 000 000 | | | 200 000 000 |
| | Brooc Global Investments a.s. | | | | | | 300 000 000 | | 300 000 000 |
| | C2H Financíal s.r.o. | | | | | | 400 000 000 | | 400 000 000 |
| | C2H RETAIL HOLDING s.r.o. | | | | | | 700 000 000 | | 700 000 000 |
| | Clever Monitor Financials a.s., v insolvenční | | | | 100 000 000 | | | | 100 000 000 |
| | Český průmyslový holding a.s. | | | | | | | 26 000 000 | 26 000 000 |
| | DC ENERGY a.s. | | | | | 138 000 000 | | | 138 000 000 |
| | EMTC - Czech a.s., v insolvenční | | | | 920 000 000 | | | | 920 000 000 |
| | EURO DEVELOPMENT GROUP, s.r.o. | | | | | | | 26 500 000 | 26 500 000 |
| | EURO DEVELOPMENT PROJECT 1, s.r.o. | | | | | 95 000 000 | | | 95 000 000 |
| | EURO DEVELOPMENT, a.s. | | | | | | 80 000 000 | | 80 000 000 |
| | FINAPRA a.s. | | | 100 000 000 | | | | | 100 000 000 |
| Nadlimitní emise | Hakus a.s. | | | | | | | 82 264 000 | 82 264 000 |
| | HELP FINANCIAL s.r.o. | | | 150 000 000 | | | | | 150 000 000 |
| | HELSKE SUSTAINED HPC a.s. | | | | | | | 909 350 000 | 909 350 000 |
| | iConsulting 4 Companies s.r.o. | 100 000 000 | | | | | | | 100 000 000 |
| | IMAGE CARE s.r.o. | | | | | | 80 000 000 | | 80 000 000 |
| | IVORY Energy, a.s. | | | | | | | 100 000 000 | 100 000 000 |
| | Lentikats a.s. | | 37 000 000 | | | | | | 37 000 000 |
| | Lipa Learning s.r.o. | | | | 111 855 000 | | | | 111 855 000 |
| | Nautic Solutions a.s. | | | | | 229 756 000 | | | 229 756 000 |
| | Plastic One a.s. | | | | | | 54 500 000 | | 54 500 000 |
| | Plastic Union a.s. | | | | | | 254 500 000 | | 254 500 000 |
| | TABUC-PACK s.r.o. | 35 000 000 | | | | | | | 35 000 000 |
| | ZOOT a.s. | | | | | 230 000 000 | | | 230 000 000 |
| | Celkem nadlimitní | 135 000 000 | 37 000 000 | 250 000 000 | 1 361 855 000 | 662 756 000 | 1 869 000 000 | 1 144 114 000 | 5 459 725 000 |
| | ABC Služby s.r.o. | | | | | | | 25 000 000 | 25 000 000 |
| | ANILO DRINKS s.r.o., v insolvenční | | | | | 25 000 000 | | | 25 000 000 |
| | ARC equity services a.s. | | | | | | 26 000 000 | | 26 000 000 |
| | Arca Capital CEE, uzavřený investiční fond, a.s. | | | | | | 24 764 000 | | 24 764 000 |
| | BE 2025 s.r.o. | | | | | 3 000 000 | | | 3 000 000 |
| | BGC Travel s.r.o. | | | | | | 24 000 000 | | 24 000 000 |
| | BGQ Czech, a.s. | | | | | | | 24 676 000 | 24 676 000 |
| | České Lithium a.s. | | | | | | | 25 000 000 | 25 000 000 |
| | Data Safe Centrum, s.r.o. | | | | | | 25 000 000 | | 25 000 000 |
| | EMTC - Czech a.s., v insolvenční | | | | 20 000 000 | | | | 20 000 000 |
| | ENTEF group s.r.o. v likvidaci | | | | | 25 000 000 | | | 25 000 000 |
| | EURO DEVELOPMENT, a.s. | | | | | | 25 000 000 | | 25 000 000 |
| | European Battery Alliance a.s. | | | | | | | 24 853 000 | 24 853 000 |
| | For Plastic a.s. | | | | | | 20 000 000 | | 20 000 000 |
| | Hakus a.s. | | | | | | | 21 784 000 | 21 784 000 |
| Podlimitní emise | | | | | | | | | |

| Částka | Emitent | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Celkem |
|---------------|-----------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | Incore Investment s.r.o. | | | | | | | 160 000 000 | 160 000 000 |
| | Lipa Learning s.r.o. | | | | 28 400 000 | | | | 28 400 000 |
| | Manta Commodities SE | | | | | | | 400 000 | 400 000 |
| | MAXI-TIP a.s. | | | | | | 24 000 000 | | 24 000 000 |
| | MBB Technik, spol. s r.o. | | | | | | 24 462 944 | | 24 462 944 |
| | MIDEA s.r.o., v insolvenční | | | | | 25 000 000 | | | 25 000 000 |
| | Miia SE | | | | | 10 000 000 | | | 10 000 000 |
| | MIRELINA COMPANY s.r.o. | | | | | | | 20 000 000 | 20 000 000 |
| | NAFIGATE Corporation, a.s. | | | | | | | 23 392 000 | 23 392 000 |
| | Nautic Solutions a.s. | | | | | 24 260 000 | | | 24 260 000 |
| | NFA Holding, a.s. | | | | | | | 67 086 000 | 67 086 000 |
| | Plastic One a.s. | | | | | | 20 000 000 | | 20 000 000 |
| | PM Pivovar s.r.o. | | | 700 000 | | | | | 700 000 |
| | Pozitive Energy, a.s. | | | | | | | 25 000 000 | 25 000 000 |
| | Regal Group s.r.o. | | | | | 6 500 000 | | | 6 500 000 |
| | REGIONALL EXPRESS s.r.o. | | | | | | 6 000 000 | | 6 000 000 |
| | REMAIND s.r.o. v konkursu | | | | 25 000 000 | | | | 25 000 000 |
| | SEDMA Praha s.r.o., v konkursu | | | | 22 000 000 | | | | 22 000 000 |
| | TRILOAD Invest s.r.o., v konkursu | | | | 24 000 000 | | | | 24 000 000 |
| | VOLOS.rest a.s. | | | | | | 8 000 000 | | 8 000 000 |
| | WEBER EU s.r.o., v konkursu | | | | 16 000 000 | | | | 16 000 000 |
| | WOOD UNION s.r.o. | | | | | | 41 600 000 | | 41 600 000 |
| | XENYLLA s.r.o., v insolvenční | | | | | 5 000 000 | | | 5 000 000 |
| | ZOOT a.s. | | | | | 21 850 000 | | | 21 850 000 |
| | Celkem podlimitní | | | 700 000 | 157 250 000 | 123 760 000 | 268 826 944 | 417 191 000 | 967 727 944 |
| Celkem | | 135 000 000 | 37 000 000 | 250 700 000 | 1 519 105 000 | 786 516 000 | 2 137 826 944 | 1 561 305 000 | 6 427 452 944 |

Celkem skončilo v insolvenční 57 emitentů, někteří z nich vydávali jak podlimitní, tak nadlimitní emise. Z tabulky vyplývá, že 25 emitentů v insolvenční vydalo celkem 5,46 mld. Kč nadlimitních emisí a 39 emitentů v insolvenční vydalo celkem 0,97 mld. Kč podlimitních emisí. Celková částka emisí v insolvenční dosáhla **6,43 mld. Kč** v období od roku 2013 do 31. 8. 2022.

Doba do insolvenčního řízení

Následující graf znázorňuje rozčlenění počtu emitentů podle období mezi datem první emise a datem zahájení insolvenčního řízení (v letech):

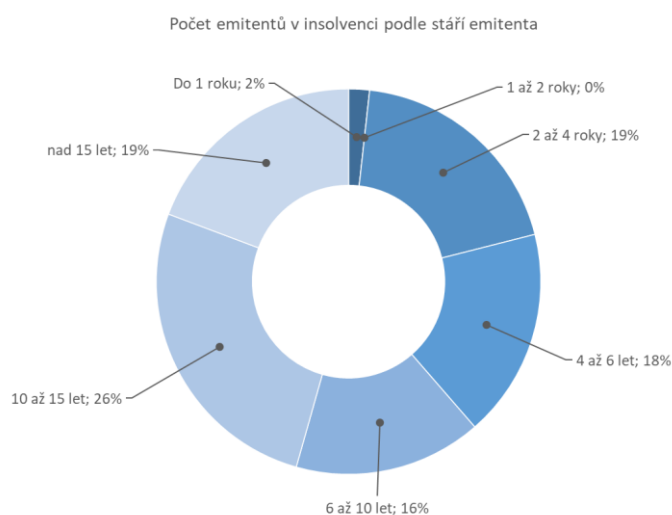


Z grafu vyplývá znepokojivý fakt, že problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina emitentů v úpadku skončila v insolvenční do tří let po první emisi svých dluhopisů. Tři emitenti (Clever Monitor Financials a.s., PM Pivovar s.r.o., VOLOS.rest a.s.) skončili v insolvenční do jednoho roku po emisi dluhopisů, jedenáct emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších dvanáct emitentů v období mezi dvěma a třemi lety od první emise.

Tento výsledek může mít několik příčin – 1. dluhopisové financování využívaly společnosti ve finančních problémech, které mají akutní likviditní a dluhové problémy a situaci nezvládly vyřešit, 2. emitenti-úpadci neměli nikdy zájem jistinu splatit a investory přilákali na základě zkreslených informací a potenciálně podvodného jednání a 3. z důvodu netransparentnosti emitentů a nemožnosti získat informace o všech vydaných emisích v posledních letech existují i úpadci z řad emitentů s vyšším stářím, kteří ale chybějí v této zprávě.

Věk emitentů v insolvenční

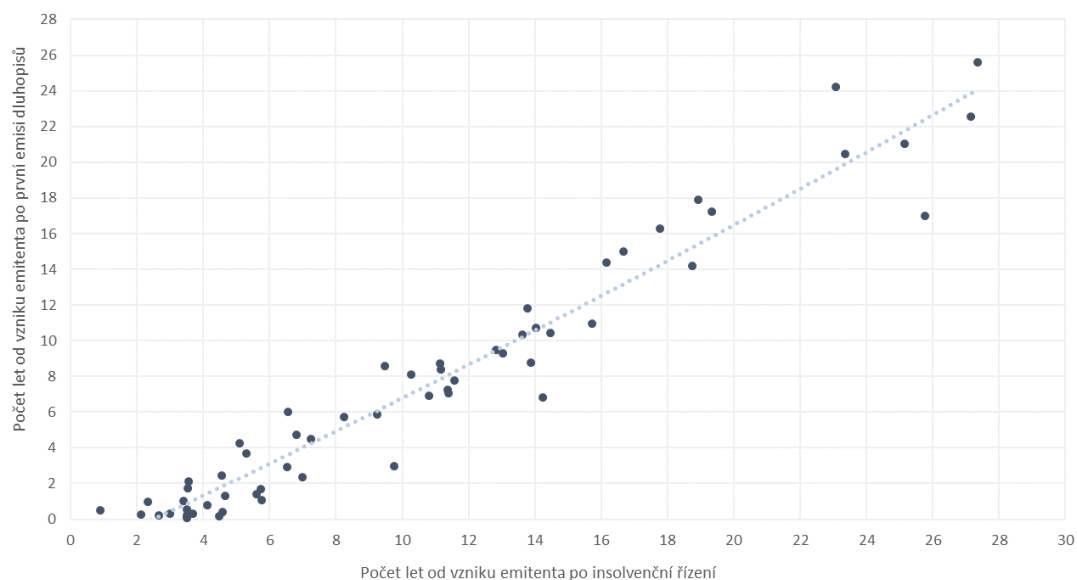
Následující graf znázorňuje rozčlenění počtu emitentů podle stáří emitenta ke dni zahájení insolvenčního řízení (v letech):



Z grafu vyplývá, že pouze jeden úpadce existoval méně než jeden rok před zahájením insolvenčního řízení (společnost Clever Monitor Financials a.s., v insolvenční). Více než dva roky a méně než čtyři roky existovala pětina emitentů, pětina emitentů skončila v insolvenční ve věku vyšším než 15 let.

Porovnání emisí a insolvenční emitentů z časového hlediska znázorňuje následující graf. Na vodorovné ose znázorňuje počet let od vzniku emitenta po zahájení insolvenčního řízení a na vertikální ose počet let od vzniku emitenta po první emisi dluhopisů:

Zobrazení období od založení emitenta do insolvenčního řízení a období od založení emitenta do první emise dluhopisů

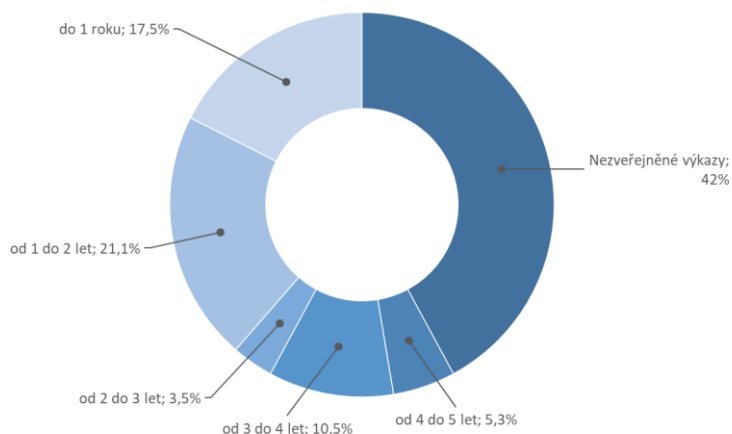


Nejvíce problematictí a rizikovní emitenti dluhopisů se nacházejí v levé spodní části grafu. Jedná se o emitenty, kteří emitovali první emisi a krátce nato skončili v insolvenčním řízení (například do dvou let od založení společnosti již emitovali svou první emisi).

Publikování finančních výkazů

Následující graf znázorňuje rozčlenění počtu emitentů v insolvenční situaci podle toho, zdali zveřejňovali své finanční výkazy před první emisí svých podnikových dluhopisů a jaká doba uplynula mezi účetními závěrkami za poslední účetní období zveřejněnými v obchodním rejstříku před první emisí a datem první emise dluhopisů (v letech):

Počet úpadců podle zveřejněných výkazů v době první emise



Z grafu vyplývá, že 42 % emitentů vůbec nepublikovalo své finanční výkazy za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů, ve sbírce listin. Do jednoho roku před emisí publikovala necelá jedna pětina emitentů, od jednoho roku do dvou let před datem emise jedna pětina emitentů. Tento výsledek poskytuje temný obrázek o transparentnosti emitentů a o naivitě nebo hlouposti investorů, kteří investovali své prostředky do společností, o kterých nemohli mít dostatečné a důvěryhodné informace.

8. Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů

Vysokým úročením svých podnikových dluhopisů, občas přesahujícím i deset procent, se někteří emitenti snažili přilákat „chamtivé“ a naivní investory do vysoce rizikových, nerealistických nebo čistě fiktivních projektů. Místo investice do plánovaného projektu, či rozvoje společnosti, pak ovládající osoba emitenta převedla podvodem získané prostředky pod vlastní správu mimo společnost emitenta. Jak vyplývá z veřejných zdrojů a z dokumentace předložené v rámci insolvenčních řízení úpadců-emitentů dluhopisů, z důvodu neetického a nekalého jednání emitenta tak přišly o své investované prostředky tisíce investorů.

Rovněž nedávná koronavirová omezení byla spouštěčem úpadku a urychlila pád některých emitentů, kteří se sice svůj neúspěch pokusili svést na koronavirus, ale již v té době byli dávno v úpadku a urychleně vyváděli hodnotný majetek ze společností.

V prověřovaných insolvenčních řízeních padlých emitentů jsme kromě neetického jednání, informační asymetrie nebo morálního hazardu narazili na následující nejčastější druhy nekalého jednání:

- Ponzioho schéma (tzv. letadlo).
- Podvod – emitent v době vydání dluhopisů již věděl, že je nebude schopen splatit.
- Zkreslování informací o osobě emitenta – emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace o skutečném emitentovi, který byl pouze nastrčenou účelovou společností.
- Zkreslování informací o hospodaření emitenta – emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo v emisních podmínkách, případně se informace poskytované konkrétním investorům významně lišily od oficiálních informací ve sbírce listin.
- Tunelování majetku úpadce (vyvádění prostředků z majetku úpadce jejími ovládající osobami).

Ve všech případech, kde jsme takové jednání identifikovali, byli nejvíce poškozeni věřitelé, kteří investovali do emitovaných dluhopisů úpadce.

Ponzioho schémata

Schéma je pojmenováno podle Charlese Ponzioho⁴⁴, který jej proslavil po celém světě. Termín Ponzioho⁴⁵ schéma se používá k označení podvodné investiční operace, ve které promotér slibuje k nalákání investorů vysoké úroky a investor svěřuje provozovateli fondu peníze za účelem jejich zúročení. Tyto získané prostředky však provozovatel fondu neinvestuje, ale používá je na výplatu (úroků nebo nominálu investic) předešlých investorů. Tyto výnosy vyplácí z prostředků fondu jen některým investorům – podle vlastního rozhodnutí, ale většinou těm, kteří investovali dříve. Masivním zadáváním reklamy a osobním PR provozovatel fondu navenek budí dojem, že je velmi úspěšným investorem a že se jedná o legitimní byznys. Navenek to vypadá, že fond je ziskový a provozovatel může díky tomu vyplácet slíbené výnosy. Tento systém však funguje pouze

⁴⁴ Ponzioho schémata jsou pojmenována podle Charlese Ponzioho, který ve 20. letech 20. století podvedl investory pomocí spekulací s poštovními známkami. Pod hlavičkou své společnosti Securities Exchange Company sliboval výnosy 50 % do 45 dnů nebo 100 % do 90 dnů. Díky jeho úspěchu u systému poštovních známek byli investoři okamžitě přilákáni. Místo toho, aby Ponzio peníze skutečně investoval, pouze je přerozdělil a investorům sdělil, že dosáhl zisku. Tento systém trval až do srpna 1920, kdy list The Boston Post začal vyšetřovat společnost Securities Exchange Company. Na základě vyšetřování novin byl Ponzio 12. srpna 1920 zatčen federálními úřady a obviněn z podvodů. Ponzio však nebyl prvním, kdo využil principy, které tomuto schématu odpovídají. První zaznamenané případy tohoto druhu investičního podvodu však lze vysledovat již v polovině a na konci 19. století. Byly zorganizovány Adele Spitzederovou v Německu a Sarah Howeovou ve Spojených státech. Metody odpovídající Ponzioho schématu byly popsány také v románech Charlese Dickense z let 1844 a 1857.

Koncept Ponzioho schématu však rozhodně neskončil v roce 1920. Ponzioho schémata jsou stále jedním z nejrozšířenějších investičních podvodů a pouze se přizpůsobují době. Každý týden se objevují zprávy o nově odhalených Ponzioho schématech po celém světě. Největším případem moderní doby je dozajista případ Bernarda Madoffa, který byl v roce 2008 odsouzen za provozování největšího Ponzioho schématu historie se škodou okolo 18 mld. dolarů. Ani v České republice nemáme o Ponzioho schémata nouzi. V 90. letech rozšířené pyramidové hry se přetavily v „zázračné“ investory, kteří slibují vysoké výnosy s minimem rizika. Jen v roce 2021 policie odhalila dva případy s tisíciškami poškozených a škodou v celkové výši přes 3 mld. korun.

⁴⁵ Ponzioho schéma je investiční podvod, při kterém se starším investorům vyplácí peníze získané od nových investorů. Schéma se přitom snaží tvářit, že zisky pocházejí z legitimních úspěšných investic či obchodní činnosti. Organizátoři Ponzioho schématu často slibují investování vašich peněz a dosažení vysokých výnosů s malým nebo žádným rizikem. V mnoha Ponzioho schématech však podvodníci peníze ani neinvestují. Místo toho je použijí k vyplacení těch, kteří investovali dříve, a část si mohou ponechat pro sebe. Ponzioho schéma může udržovat iluzi udržitelného podnikání, dokud noví investoři přispívají novými prostředky a dokud většina investorů nepožaduje plné splacení a stále věří v neexistující majetek, který údajně vlastní.

do té doby, dokud přicházejí noví investoři, kteří vkládají nové prostředky do fondu a ze kterých se dají vyplácet ostatním. Když už ve fondu nezbydou žádné peníze na vyplácení, fond zkrachuje a vyplaceni tak jsou jen někteří investoři, zatímco ostatní nedostanou nic.

Příznačně jsou slibovány vysoké výnosy, jejichž výše je podezřelá. Pokud je tržní průměrná úroveň výnosů na úrovni 1 %, pak je příslib výnosu ve výši 10 % splnitelný pouze na základě velmi rizikových obchodů, případně se jedná o podvod.

V Ponzioho schématu se o hledání nových investorů stará provozovatel fondu a ten také sám určuje, komu vyplatí peníze.

Podvodné jednání⁴⁶

Část z prověřovaných emitentů byly již od počátku právnické osoby, které byly založeny s cílem získat co nejjednodušeji peněžní prostředky od naivních investorů podvodným způsobem, následně rychle vyvést prostředky mimo společnosti emitenta a společnosti zlikvidovat jako prázdné skořápky v insolvenčním řízení. Tyto od počátku podvodné společnosti měly několik společných charakteristik, které se vyskytovaly ve všech zkoumaných případech. Před samotnou emisí dluhopisů emitent:

- Již věděl, že emitované podnikové dluhopisy nebude schopen splatit.
- Vytvořil na jejich získání novou prázdnou společnost s minimem kapitálu, většinou bez zaměstnanců.
- Uvedl nepravdivé nebo hrubě zkreslené údaje, které byly významné pro rozhodování investora o uskutečnění investice: například zfalšované výsledky hospodaření v prospektu nebo fiktivní investiční záměr.
- Zamířel podstatné údaje, například o jeho významných budoucích závazcích, které nevyplývají z předložených dat a nebyly zveřejněny v otevřených zdrojích.
- Prodával dluhopisy přes pochybné platformy, MLM sítě nebo neregistrované prostředkovatele.

Ovládající osoba emitenta následně vyčerpala získané prostředky na jiné než deklarované účely. Uhradila jednu, případně několik splátek kuponu a následně společnost buď uvedla do hibernace, zlikvidovala ji, nebo čekala na podání insolvenčního návrhu ze strany věřitelů.

Zkreslování informací o osobě emitenta

Jedná se o nekalé jednání, kdy emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo emisních podmínkách o skutečné právnické osobě emitenta, která se skrývala pod podobně znějícím jménem již zavedené spřízněné společnosti. Mezi důvody takového jednání je již prvotní úmysl nesplatit emisi a ponechat dluh vůči investorům na nové společnosti nebo nutnost vytvořit nového emitenta, protože existující společnost je předlužená.

Emitent před samotnou emisí dluhopisů uskutečnil následující kroky:

- Podnikal ve společnosti, která potřebovala získat finanční prostředky.
- Za účelem emise dluhopisů založil novou společnost s minimem kapitálu, většinou bez zaměstnanců, která měla velmi podobný název, jako hlavní podnikatelský subjekt (viz v další části zprávy popsany příklad emitenta Clever Monitor Financials a.s. vs. Clever Monitor s.r.o.). Jde pouze o společnost založenou za účelem vydání dluhopisů a následného poskytování vnitroskupinového financování. Tato společnost nevykonává jinou podnikatelskou činnost, a nemůže proto z vlastních aktivit splatit dluhy z emitovaných dluhopisů.
- Uvedl nepravdivé nebo hrubě zkreslené údaje o tom, která právnická osoba je skutečným emitentem. Tvrdil tak, že dluhopisy emituje známější hlavní podnikatelský subjekt, tj. společnost s určitou pověstí a majetkem, ale ve skutečnosti dluhopisy emitovala nově založená účelová společnost.

⁴⁶ Podle § 209 Podvod Trestního zákoníku č. z. 40/2009 Sb., spáchá tento trestný čin ten, kdo sebe nebo jiného obohatí tím, že uvede někoho v omyl, využije něčího omylu nebo zamlčí podstatné skutečnosti, a způsobí tak na cizím majetku škodu nikoliv nepatrnou.

- V prospektu se za emitované dluhopisy nezaručí ani hlavní podnikatelský subjekt, ani jiná spřízněná osoba.
- Získané prostředky od investorů následně nově založená společnost emitenta převedla do hlavního podnikatelského subjektu za účelem jeho financování.
- Pokud se podnikatelský záměr nezdařil, insolvenční řízení bylo zahájeno ve společnosti emitenta, čímž byla uchráněna (dočasně) společnost hlavního podnikatelského subjektu.

Investoři tak svěřili své prostředky právnické osobě, která je v plné výši převedla do jiné, spřízněné společnosti. Oddělení hospodaření společnosti s emitovanými dluhopisy od vlastního provozu hlavního podnikatelského subjektu, resp. skupiny, je sice výhodné pro skupinu jako takovou, ale jednoznačně nevýhodné pro investory z důvodu velmi vysokého kreditního rizika.

Zkreslování informací o hospodaření emitenta

Emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo emisních podmínkách o hospodaření, majetku a závazcích společnosti. Emitent tak buď přímo, nebo prostřednictvím zprostředkovatele předložil potenciálním investorům úmyslně zkreslené a nadhodnocené účetní výkazy, které se zásadně odlišovaly od údajů z finančních výkazů, zveřejněných ve sbírce listin.

Nadhodnocování aktuálních hospodářských výsledků bylo běžné zejména v oblasti struktury a velikosti aktiv emitenta, jeho finančních závazků nebo tržeb a provozního zisku.

Někteří emitenti za účelem deklarování vysokého růstu v období krátce před emisí dluhopisů uskutečnili řadu transakcí se spřízněnými nebo spolupracujícími třetími stranami, kterými si uměle navýšili svůj obrat, ale které neměly žádnou souvislost s reálnými obchodními aktivitami společnosti emitenta.

Významný tlak na to, aby emitent vypadal před investory lépe, než ve skutečnosti je, pak nutil emitenty k falšování svých finančních výkazů různými schémata. Jednalo se o desítky způsobů, kterými emitent uměle vylepšil svou ziskovost (přesunem nákladů do budoucího období nebo budoucích tržeb do aktuálního období) a navýšil hodnotu majetku (např. přeceněním zásob nebo rozpracované výroby a případně vyvíjeného produktu).

Tunelování majetku úpadce

Po získání zdrojů od investorů ovládající osoby emitenta hledali způsob, jak je vyvést mimo majetkovou podstatu společnosti. Ti „šikovnější“ se svými poradci hledali metody více náročné na prokázání vyvážení, ti méně sofistikovaní je jednoduše spotřebovali na osobní účely nebo náklady, zjevně nesouvisející s hospodařením úpadce.

Mezi identifikovaná schémata vyvážení majetku patřila například následující (běžně uskutečněná se spřízněnými osobami s emitentem):

- Pořízení skutečných aktiv (movitého majetku a vybavení), ale za cenu výrazně vyšší než obvyklou tržní cenu (např. pořízení lodí, vývoj SW aplikace).
- Úhrada fiktivního nákupu služeb, u kterých se těžko prokazuje získání plnění (např. právní služby, poradenské služby, zprostředkování).
- Náklady na propagaci, cestovní, věci osobní spotřeby, vybavení a nábytku ovládajících osob.
- Splácení starých dluhů emitenta.
- Poskytnutí půjček ovládajícím osobám, například za účelem uhrazení jejich starých dluhů.
- Výběry hotovosti z pokladny podložené fiktivními doklady, úhrada soukromých nákladů z pokladny, maskovaných jako podnikové náklady.
- Ze zkoumaných případů vyplývá, že až třetina získané částky z emise dluhopisů nebyla využita na investiční záměr, ale byla spotřebována na „administraci“ emise v prvním roce. Získané prostředky z emise tak byly použity na úhradu například následujících nákladů:

- Náklady spojené s emisí dluhopisů, většinou přes tržiště dluhopisů (cca 8 % až 10 % z celkové částky emise).
- Odměny a tipařské provize (cca 9 % až 10 % z celkové částky emise).
- Poradenské a právní služby (cca 5 % z celkové částky emise).
- Kupon – úroky (v průměru 8 % až 10 % z celkové částky emise).

Z analýzy využití získaných prostředků vyplývá, že zprostředkovatelské a tipařské provize a náklady na poradenské služby byly vypláceny kromě jiných i osobám spřízněným s ovládajícími osobami emitenta.

Zde však vyvádění prostředků z majetku emitentů v úpadku jejími ovládajícími osobami nekončilo. Samotné nákupy aktiv do majetku emitenta byly spojeny s netransparentním pořizovacím procesem, kdy prodávajícími byly rovněž osoby spřízněné s emitentem a v průběhu kterého byly ceny takto pořizovaného majetku významně nadhodnocené. Nesmyslnost cen takto pořízeného majetku se projevila při jeho ocenění insolvenčním správcem v rámci zpeněžení majetkové podstaty, kdy se hodnota prodáváného majetku pohybovala pouze ve výši několika desítek procent z pořizovací hodnoty. Několik emitentů využilo získané prostředky na okamžité splacení svých starých dluhů, které byly často již po splatnosti.

9. Příklady rizikových úpadců z řad emitentů dluhopisů

Příklady nekalého jednání podle médií

V následující části tohoto pojednání uvádíme příklady emitentů podnikových dluhopisů, u kterých byla medializována podezření ze spáchání trestné činnosti. Popisy případů jednotlivých společností jsou vytvořené na základě veřejně dostupných informací a zdroje informací byly uvedeny za název emitenta:

| IČ | Název | Spisová značka | Datum vzniku | Rok emise | Základní kapitál v Kč | Velikost emise v Kč |
|----------|---|---|--------------|------------------|-----------------------|---------------------|
| 27839567 | ABC Služby s.r.o. | INS 1915/2022 | 19.03.2008 | 2016, 2017 | 200 000 | 25 000 000 |
| 6358977 | C2H Equity a.s. | INS 6424/2021 | 18.08.2017 | - | 2 000 000 | - |
| 7020635 | C2H Financial s.r.o. | INS 6217/2021 | 09.04.2018 | 2018 | 1 000 | 400 000 000 |
| 6434070 | C2H RETAIL HOLDING s.r.o. | INS 6127/2021 | 14.09.2017 | 2019 | 100 000 | 700 000 000 |
| 4990790 | C2H Support s.r.o. | INS 11165/2021 | 13.04.2016 | - | 10 000 | - |
| 7381328 | Clever Monitor Financials a.s. | INS 12128/2019 | 22.08.2018 | 2019 | 2 000 000 | 100 000 000 |
| 24802077 | Clever Monitor s.r.o. | INS 6657/2019 | 31.01.2011 | - | 200 000 | - |
| 26908816 | Český průmyslový holding a.s. | INS 11800/2022 | 20.10.2003 | 2017 | 2 000 000 | 26 000 000 |
| 24293822 | EMTC - Business s.r.o. | INS 25056/2019 | 16.04.2012 | - | 200 000 | - |
| 27096661 | EMTC - Czech a.s. | INS 7566/2017, INS 28326/2019, INS 29718/2019 | 22.10.2003 | 2018, 2019 | 2 000 000 | 940 000 000 |
| 5861004 | EMTC - GLA s.r.o. | INS 7477/2020 | 28.02.2017 | - | 1 000 000 | - |
| 24682306 | EMTC - Real Estate a.s. | INS 7485/2020 | 27.05.2010 | - | 2 000 000 | - |
| 24209112 | EMTC - Servis s.r.o. | INS 7479/2020 | 01.02.2012 | - | 200 000 | - |
| 26455404 | MIDEA, s.r.o. | INS 11625/2020 | 28.06.2001 | 2019 | 100 000 | 25 000 000 |
| 6667104 | WOOD UNION s.r.o. | INS 10604/2021 | 08.12.2017 | 2018, 2019, 2020 | 200 000 | 41 600 000 |
| 29393272 | MAURICE Bohemia s.r.o. | - | 27.12.2011 | 2017 | 200 000 | 25 000 000 |
| 6581480 | Sponge Factory Czech s.r.o. "v likvidaci" | - | 06.11.2017 | 2018 | 100 000 | 20 000 000 |

Skupina EMTC (v insolvenční)^{47, 48, 49}

Jednou z největších současných českých dluhopisových kauz je skupina EMTC Tomáše Bárty. Hlavním „tahákem“ společnosti byl investiční rozvoj softwarového projektu Lipa Learning. V letech 2018 a 2019 společnost EMTC – Czech a.s. vydala dluhopisy v celkové výši 900 mil. Kč, ale již v prosinci 2019 vstoupila spolu s dalšími společnostmi ze skupiny do insolvence. Celkem 845 věřitelů si nárokuje po společnostech ze skupiny EMTC více než 1,8 mld. Kč. Naprostou většinu z nich tvoří právě investoři do dluhopisů různých firem ze skupiny EMTC. Dle zainteresovaných insolvenčních expertů dluhopisový program EMTC vykazuje znaky investičního podvodu – Ponzioho schématu, jelikož existující závazky vůči dluhopisovým investorům byly opakovaně vypořádány z peněz získaných z další emise dluhopisů. EMTC navíc s podáním insolvence přišla až ve chvíli, kdy fakticky šlo již o „mrtvé“ subjekty bez zaměstnanců, majetku či příjmů.

Midea, s.r.o. (v insolvenční)^{50, 51}

Midea, s.r.o., byla založena v roce 2011. V roce 2019 emitovala a prodala podnikové dluhopisy v podlimitní emisi v celkové výši 25 milionů Kč. Nabídka 8% zhodnocení dluhopisů přilákala 133 investorů. Podle médií,

⁴⁷ <https://www.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/z-dluhopisove-masiny-je-letadlo-bartova-emptc-naplnuje-znaky-investicniho-podvodu-1371614#>.

⁴⁸ <https://www.fintag.cz/2020/09/20/854-veritelu-chce-po-zkrachovale-skupine-emptc-18-mld-kc/>.

⁴⁹ <https://www.tydenikhrot.cz/clanek/prasive-dluhopisy-nakoupili-i-profesori-z-vse>.

⁵⁰ <https://faei.cz/kam-zmizelo-25-milionu-od-investoru-on-line-hrackarstvi-bejbynet-uz-vysetruje-police/>.

⁵¹ <https://faei.cz/pa-pa-bejbynete-domena-predluzeneho-on-line-hrackarstvi-uz-je-na-prodej/>.

Midea, s.r.o., která provozovala on-line hračkářství Bejbynet.cz, měla pohledávky po lhůtě splatnosti ve výši téměř 68 mil. Kč. Investoři mohli vycházet pouze ze „self-promo“ informací uvedených v emisních podmínkách. Protože společnost nezveřejňovala své finanční výkazy, investoři si neměli kde ověřit parametry hospodaření společnosti, kromě informace, že v roce 2018 měla zisk přes pět milionů korun. Investory mělo varovat to, že nebyl proveden ani rating emitenta dluhopisů Bejbynet.cz a že nedošlo k finančnímu hodnocení emise samotné. Emise byla těsně pod limitem 26 mil. Kč, takže nemusela schvalovat svůj prospekt u ČNB. Kromě insolvenčního správce také Policie ČR zkoumá, zda nedocházelo k vyvádění prostředků investorů ve výši 25 mil. Kč.

Skupina C2H (v insolvenční)^{52, 53, 54, 55}

Nejprve skončily v insolvenční společnosti se značkami Kara a Pietro Filipi, následně celá skupina C2H (C2H Equity, C2H Retail Holding a C2H Financial), ovládaná podnikatelem Michalem Mičkou, a nakonec i samotný Michal Mička. Přes společnosti ze skupiny C2H v posledních letech měl vydávat dluhopisy za několik stovek milionů korun, jimiž financoval především módní byznys. Dluhy celé skupiny by měly být kolem 800 mil. Kč, přičemž zhruba polovinu měly tvořit závazky vůči majitelům dluhopisů.

Podle médií založil Michal Mička celou skupinu C2H za účelem emitování dluhopisů. Skupina C2H měla schválené emise dluhopisů ve výši až 1,4 mld. Kč. Jako první s prospektem z roku 2018 vydala dluhopisy v objemu 400 mil. Kč společnost C2H Financial, následně s prospektem schváleným v říjnu 2019 společnost C2H Retail Holding vydala dluhopisy v objemu 1 mld. Kč. Kolik z dluhopisů bylo skutečně prodáno, to zatím není zřejmé. V únoru 2021, kdy podal Michal Mička insolvenční návrh na své společnosti, uváděl, že dluží 850 mil. Kč.

Podle insolvenčních expertů se v případě C2H jednalo o letadlo. Model fungování byznysu C2H neměl být nikdy životaschopný. V aktivitách vlastníka skupiny vidí podvodné jednání.

Český průmyslový holding a.s.⁵⁶

Podle magazínu Reportér je společnost Český průmyslový holding a.s. (ČPH) „zombie firma“, které právně stále ještě existuje, ale fakticky již nevykonává žádnou činnost a neuvádí žádný fungující kontakt. Tato velká skupina, která rozjela sériové vydávání podlimitních dluhopisů a přestala je splácet, je klubko vzájemně propojených společností, kdy každá z nich vydala jednu nebo dvě podlimitní emise dluhopisů do 25 mil. Kč.

V polovině roku 2020 přestali vydané dluhopisy splácet a to, kam peníze zmizely, má nyní vyšetřovat policie. Jeden z bývalých spolupracovníků společnosti odhadl, že přes skupinu ČPH proteklo zhruba čtvrt miliardy korun a z toho zhruba 70 až 80 milionů skončilo v různých nepromyšlených investicích a splátkách předchozích dluhů. Podle bývalého spolupracovníka ČPH se na pádu podepsaly jednak špatné investice, jednak peníze rozhazované bez rozmyslu za spotřebu.

Společnost ENTEF group s.r.o. je zatím jedinou ze skupiny okolo ČPH, která již skončila v insolvenční. Důvodem je, že v době, kdy tato společnost lákala na dluhopisy úročené 7,8 % ročně na „financování energetiky a osvětlení“, byla již v soudem nařízené likvidaci. Tu navrhl finanční úřad, který od společnosti nedostal skoro deset let žádné daňové přiznání. Když měl majitel společnosti vysvětlit, kam peníze zmizely, ukázal likvidátorovi a posléze policii malou tabulku se jmény a čísly s tím, že vybrané peníze půjčil dalším podnikům ve skupině ČPH. Žádné účetnictví se zřejmě v této společnosti léta nevedlo.

⁵² <https://www.e15.cz/rozhovory/micka-mohl-spachat-podvod-podame-na-nej-trestni-oznameni-rika-zastupce-veritelu-jan-langmeier-1380453#>.

⁵³ <https://cc.cz/po-krachu-svych-modnich-znacek-do-insolvence-zamiril-i-sam-michal-micka-dluzi-nejmene-120-milionu-korun/>.

⁵⁴ <https://poradci-sobe.cz/financi-poradenstvi/skupina-michala-micky-c2h-je-v-insolvenци-co-bude-s-aido/>.

⁵⁵ <https://www.reportermagazin.cz/a/pAChr/konec-dluhopisoveho-svihaka-miliarda-pryc>.

⁵⁶ <https://reportermagazin.cz/a/pi7Cc/penize-zmizely-veritele-doplaceji-na-falesne-sliby>.

Sponge Factory Czech s.r.o. (v likvidaci)^{57, 58, 59}

Společnost Sponge Factory Czech s.r.o. byla založena v listopadu 2017. V roce 2018 emitovala dvouleté dluhopisy o celkovém objemu 20 mil. Kč. Výnos 9,9 % p. a. měl být vyplácen dvakrát ročně. První výplata v srpnu 2018 proběhla bez problému, ale další v únoru 2019 se již neuskutečnila. Společnost od počátku své existence několikrát změnila jednatele a společníky. Společnost začala dluhopisy emitovat v únoru 2018, tedy jen několik měsíců po svém vzniku.

Média poukazují na vícero podezřelých okolností: podezřelý „časový sled událostí, které ukazují na jasnou účelovost, jež zřejmě vyústila ve vyvedení finančních prostředků ze společnosti“ – krátkou dobu od emise po založení společnosti, nesplacení kuponu již ve druhé plánované splátce, místo toho, krátce po termínu splatnosti, změna jednatele na bílého koně. Rovněž měl být varovným signálem fakt, že písemnosti mezi inzertním portálem, jehož prostřednictvím si někteří z investorů dluhopisy zakoupili, a jednatelem společnosti byly zasílány na adresu hospody, která však nebyla ani adresou sídel společností, ani adresou trvalého bydliště jednatele. Netransparentnost – do sbírky listin byla vložena pouze jedna jediná účetní závěrka za rok 2017.

Na společnost nebyl podán návrh na insolvenční řízení, ale byla usnesením Krajského soudu v Ostravě ze srpna 2019 zrušena s likvidací a byl jmenován likvidátor.

Maurice Bohemia s.r.o.⁶⁰

Společnost Maurice Bohemia s.r.o. chtěla z emise dluhopisů financovat ekologické dřevostavby v Německu. V roce 2017 proto vydala dvouleté dluhopisy v celkovém objemu 25 mil. Kč ve jmenovité hodnotě 25.000 Kč, úročené 9,9 % p. a. I tyto dluhopisy zpočátku splácela bez problému, ale od října 2018 přestala.

Maurice Bohemia s.r.o. tak zvolila naprosto stejný modus operandi jako v případě společnosti Sponge Factory Czech s.r.o., jejíž úroky po prvních dvou splátkách rovněž přestal emitent vyplácet. Obě firmy byly posléze převedeny na lotyšské jednatele a majitele – po ukončení splácení došlo k několika majetkovým převodům podílů obou firem a změnám jejich statutárních orgánů. Obě společnosti přitom pojí tatáž osoba jednatele, který během února 2019 postoupil svůj podíl v obou společnostech osobám lotyšské národnosti. Ani o jednom z převodů nebyli investoři předem informováni, jednatel přestal komunikovat, a osud jimi investovaných prostředků není dosud znám.

Podle médií bylo proti emitentům Maurice Bohemia s.r.o. a Factory Czech s.r.o. již podáno několik trestních oznámení, a to jak ze strany poškozených investorů, tak ze strany inzertního dluhopisového portálu. Jejich jednání tak údajně může naplňovat skutkovou podstatu některého z trestných činů – podvodu, poškozování věřitele, legalizace trestné činnosti, nebo dokonce organizované zločinecké skupiny.

ABC Služby s.r.o.^{61, 62}

Ostravská společnost ABC Služby s.r.o. byla další z řady emitentů, kteří přestali plnit své závazky. V roce 2016 emitovala dluhopisy bez zajištění s 9,1% úrokem o celkovém objemu 10 mil. Kč a v roce 2017 o celkovém objemu 15 mil. Kč. Celkem si tak společnost od investorů napůjčovala minimálně 25 mil. korun.

Výnosy z cenných papírů měly být použity na výstavbu nízkoenergetických domů v Německu, kde měl mít emitent údajně nasmlouvané lukrativní zakázky v hodnotě přesahující jeden milion eur. Na webových stránkách emitenta, které jsou v rekonstrukci, se nenacházely žádné informace k projektu. Kromě emise „ABC Služby“ emitovala firma také dluhopisy s názvem „Domov pro seniory Oáza“, splatné rovněž v prosinci 2018. Výnosy z této emise měly být určeny na výstavbu českých domovů pro seniory.

⁵⁷ <https://faei.cz/maurice-bohemia-a-sponge-factory-czech-nevyplacene-uroky-z-firemnych-dluhopisu-a-vykutaleny-jednatel/>.

⁵⁸ <https://www.rizikovedluhopisy.cz/dalsi-cerna-dira-na-penize-dluhopisy-firmy-sponge-factory/>.

⁵⁹ <https://www.dluhopisovyradce.cz/sponge-factory-czech-s-r-o/>.

⁶⁰ <https://faei.cz/maurice-bohemia-a-sponge-factory-czech-nevyplacene-uroky-z-firemnych-dluhopisu-a-vykutaleny-jednatel/>.

⁶¹ <https://www.bankovnipoplatky.cz/ceskem-plave-dluhopisova-chobotnice-38218>.

⁶² <https://www.investujeme.cz/clanky/pozor-vyhodne-dluhopisy-penize-zpet-nedostanete/>.

Podle poslední zveřejněné účetní závěrky za rok 2018 měla firma závazky v hodnotě téměř 44 mil. Kč a záporný vlastní kapitál ve výši -5,9 mil. Kč. Dluhopisy byly splatné v prosinci 2018, avšak k vyplacení posledního kuponu a vrácení nominálu investice nedošlo.

Společníkem emitenta ABC Služby s.r.o. byla krátce také firma GB Advisory a.s., která rovněž emitovala nesplacené dluhopisy bez zajištění se splatností téhož roku. Její statutární ředitel navíc figuroval v další společnosti – Grossman & Beinhauer SE, která vydala přinejmenším dvě emise nezajištěných dluhopisů s 9% úrokem, o celkovém objemu 20 mil. Kč. Závazky všech tří společností, ve kterých figurují stejné osoby, tak dohromady činily okolo 55 mil. Kč.

Podle veřejné diskuse na portále Investujeme.cz z července 2019, případ ABC Služby s.r.o. již řeší hospodářská kriminální policie pod Krajským ředitelstvím policie Moravskoslezského kraje.

WOOD UNION s.r.o.⁶³

Dřevařská společnost Wood Union s.r.o. byla založena v prosinci 2017. Již v roce 2018 vydala první emisi podnikových dluhopisů ve výši 15 mil. Kč, v letech 2019 a 2020 následovaly další dvě emise ve výši 10 mil. Kč a 16,6 mil. Kč. Celkem tak Wood Union s.r.o. emitoval dluhopisy ve výši 41,6 mil. Kč se splatností dvou a tří let a s úrokovou sazbou 8 % a 9 % p. a. Úroky měly být vypláceny dvakrát ročně.

Byznys plán Wood Union s.r.o. měl být založen na kůrovcové kalamitě. Společnost Wood Union s.r.o. měla podle investičních prospektů vlastní i pronajaté lesy, ve kterých se nacházely stovky tun dřeva. Přicházející škůdce měl podnikateli umožnit dřevo z pronajatých lesů vytěžit. K jejich vytěžení potřeboval peníze na investice do lesní techniky. Zpoždění výplaty úroku na začátku roku 2020 bylo prvním signálem, že s podnikáním Wood Union s.r.o. něco není v pořádku. Dalším signálem byla exekuce na podíl jejího společníka z října 2020 (ta však byla zapsána do obchodního rejstříku až v únoru 2021). V červnu 2021 bylo zahájeno insolvenční řízení Wood Union s.r.o.

Největším věřitelem byla leasingová společnost IPB Invest, které Wood Union s.r.o. dluží přes 50 mil. Kč. Společnosti spolu podepsaly 21 smluv na pořízení lesních strojů – od harvesterů až po osobní auta. Část techniky firmy se podařilo získat zpět, po některé se ale slehla zem, stejně jako po jednateli firmy.

Největší skupinou věřitelů jsou držitelé dluhopisů, kterým Wood Union dluží od 50 000 Kč až po milionové částky. Ti na vedení Wood Union podali trestní oznámení. Obávají se totiž, že úpadek společnosti mohl být úmyslný. Sám společník Wood Union s.r.o. na sebe jako na fyzickou osobu podal insolvenční návrh. Vyplývá z něj, že i on sám má milionové dluhy. Také proto již exekutor zahájil exekuční řízení v jeho dalších firmách LM Wood a Moravia Rent Group. Společnost Wood Union za celou dobu své existence nezaložila do obchodního rejstříku žádnou účetní závěrku.

Clever Monitor Financials a.s. a Clever Monitor s.r.o. (v insolvenční)^{64, 65, 66, 67, 68, 69}

Clever Monitor s.r.o. byla zapsána do obchodního rejstříku v lednu 2011. Od založení až do své insolvence byla ovládána Lukášem Hakošem, „softwarovým mágem“, který si v devíti letech dopisoval se šéfem Microsoftu Billem Gatesem. Insolvenční řízení Clever Monitor s.r.o. bylo zahájeno v květnu 2019. Clever Monitor s.r.o. měla vyvíjet software Clever AIM pro marketingovou automatizaci a chlubila se klientskými referencemi, jako jsou např. NASA, Walt Disney nebo BMW. Insolvenční návrh na firmu podala trojice bývalých zaměstnanců, kterým softwarová firma nevyplácela mzdy.

⁶³ <https://denikn.cz/673816/podnikatel-lakal-na-investice-do-kurovcove-kalamity-zbyly-po-nem-dluhy-v-desitkach-milionu-a-zmizele-lesni-stroje>.

⁶⁴ <https://faei.cz/predbezne-opatreni-v-kauze-clever-monitor-vyvadi-se-z-firmy-v-insolvenci-majetek/>.

⁶⁵ <https://faei.cz/clever-monitor-dostal-jsem-umyslne-zkreslene-udaje-rika-investor/>.

⁶⁶ <https://faei.cz/test-duvery-investoru-obligace-za-100-milionu-pro-sofwarovou-firmu-ta-ale-za-dluhopisy-rucit-nebude/>.

⁶⁷ <https://faei.cz/clever-monitor-vyhodna-investice-do-sofwarove-firmy-z-tri-milionu-se-investorovi-vratil-jeden/>.

⁶⁸ <https://faei.cz/akcionari-clever-monitoru-odvolali-lukase-hakose-z-funkce-jednatele/>.

⁶⁹ <https://faei.cz/byvali-zamestnanci-poslali-sofwarovou-firmu-clever-monitor-do-insolvence/>.

Společnost Clever Monitor Financials a.s. byla založena prodejcem ready-made společností a byla zapsána do obchodního rejstříku dne 22. 8. 2018. Od listopadu 2018 ji ovládal rovněž Lukáš Hakoš. Insolvenční řízení bylo zahájeno 10. 7. 2019.

Ke dni 27. 2. 2019, tj. necelých pět měsíců před svou insolvencí, Clever Monitor Financials a.s. zahájila úpis podnikových dluhopisů ve výši 100 mil. Kč s roční úrokovou sazbou 8,25 %, splatných v roce 2024. Není zřejmé, kolik dluhopisů skutečně prodala, ale své dluhy nehradila a půjčené prostředky nesplatila.

S oběma společnostmi je v médiích spojováno několik skandálů. Jedním z nich je, že firma Clever Monitor při emisi poskytovala neúplné nebo nepravdivé informace. Podle své tiskové zprávy vydala dluhopisy „dravá softwarová společnost Clever Monitor“, ale podle prospektu emitenta je emitovala nově založená, prázdná skořápka Clever Monitor Financials a.s., která nevykonává žádné další činnosti. Softwarová firma Clever Monitor totiž byla již několik let předlužená, měla záporný vlastní kapitál a hospodařila se ztrátou.

Na její ovládající osobu Lukáše Hakoše bylo podáno trestní oznámení pro podvod. To podal jeden z věřitelů, který jí v lednu 2018 půjčil 3 mil. Kč. Podvodné jednání spočívá v tom, že Clever Monitor při sjednávání smlouvy předložila prostřednictvím zprostředkovatele úmyslně zkreslené a nadhodnocené účetní výkazy, které se zásadně odlišovaly od výkazů zveřejněných později ve sbírce listin (např. ve výkazech pro investora až 65násobně nadhodnotila své tržby ve srovnání s finančními výkazy zveřejněnými ve sbírce listin. Provozní výsledek hospodaření nebo aktiva byly rovněž o desítky milionů korun vyšší než ty oficiální. Clever Monitor uváděl volné peněžní prostředky na bankovních účtech a v pokladně ve výši desítek mil. Kč, ve skutečnosti měl pouze několik desítek tisíc korun).

Rovněž jeden z věřitelů zjistil, že Clever Monitor Financials a.s. v průběhu insolvenčního řízení vyváděl majetek na jiné spřízněné subjekty. Jednatel společnosti si pod hlavičkou Clever Monitor půjčoval ze společnosti peníze, které však nesplácel. Byl odvolán z orgánů společnosti a v září 2019 spáchal sebevraždu.

Vstup státního zastupitelství do insolvenčního řízení

Pokud existuje podezření, že se úpadce dopustil trestné činnosti, a je proto nutné ochránit veřejný zájem, do insolvenčního řízení může vstoupit státní zastupitelství. I když se nemusí prokázat trestní jednání emitenta a jemu blízkých osob, je to varovný signál o tom, že s hospodařením emitenta nemuselo být vše v pořádku.

Z insolvenčního rejstříku vyplývá, že do insolvenčních řízení následujících emitentů dluhopisů nebo směnek vstoupilo státní zastupitelství:

| IČ | Název | Spisová značka | Datum vzniku | Rok emise | Základní kapitál v Kč |
|----------|--------------------------------|----------------|--------------|-----------|-----------------------|
| 1606107 | iConsulting 4 Companies s.r.o. | INS 25134/2016 | 22.04.2013 | 2015 | 200 000 |
| 4439627 | Nautic Solutions a.s. | INS 9579/2020 | 30.09.2015 | 2016 | 2 000 000 |
| 6268030 | WEBER EU s.r.o. | INS 26135/2019 | 13.07.2017 | 2018 | 1 000 |
| 6703666 | ANILO DRINKS s.r.o. | INS 5459/2020 | 18.01.2018 | 2019 | 20 000 |
| 27096661 | EMTC – Czech a.s. | INS 29718/2019 | 22.10.2003 | 2018 | 2 000 000 |
| 29135681 | Lipa Learning s.r.o. | INS 29778/2019 | 18.12.2012 | několik | 800 000 |
| 35975041 | Arca Investments, a.s. | INS 723/2021 | 20.01.2006 | několik | 2 539 800 |

Skupina ARCA^{70, 71, 72}

Podle médií je pád skupiny Arca největší insolvencí od 90. let. Skupina Arca za sebou zanechala skoro 19 mld. Kč dluhu a dva tisíce věřitelů. Arca Investments a její dceřiné firmy jako Arca Capital Bohemia a Arca Capital Slovakia v posledních letech působily v rozmanitých odvětvích, jako jsou energetika, autopřemysl, ubytovací a rekreační služby nebo developerská činnost. Zabývala se především investováním do nemovitostí a začínajících či oslabených firem. Skupina spravovala majetek za miliardy. Skupovala své cíle na dluh a financovala je zejména vydáváním směnek s atraktivním úrokem. Záměrem skupiny Arca byl nákup firem, které by po zlepšení jejich hospodářských výsledků se ziskem prodala. Zaujala přitom rozmanitou škálu investorů – jak firmy, tak i jednotlivce. Skupina působila na trhu 20 let a směnky v minulosti podle plánu splácela. Během pandemie koronaviru ale přišla o financování od bank a směnky na pokrytí závazků přestaly stačit. Výsledkem byl vznik obřích dluhů – závazků ve výši 18,6 mld. Kč. Z toho závazky ze směnek činily přes 15,5 miliardy korun, 13 miliard korun připadlo na věřitele z Česka. Věřitelů bylo celkem 1 889, z toho v Česku více než 80 procent.

Podle insolvenčních expertů, citovaných v médiích, byla skupina Arca letadlo. Objevili se rovněž pochybnosti o modelu financování. Společnost efektivně krátkodobými zdroji za relativně vysoký úrok financovala dlouhodobé projekty. Do toho ještě dle veřejných zdrojů vstupoval vysoký poplatek za zajištění financování (distribuci směnek).

WEBER EU s.r.o.⁷³

Moravskoslezská firma WEBER EU s.r.o., která vydala nejméně dvě emise dluhopisů o celkovém objemu 16 mil. Kč a s úročením 9,10 % p. a., které si pořídily desítky investorů, rovněž skončila v insolvenční. Prostředky investorů měly být použity především na nákup technického vybavení pro rozrůstající se firmu a její novou pobočku. Do insolvenčního řízení vstoupilo také Krajské státní zastupitelství v Ostravě. Podle článku se tak děje obvykle v případech, kdy existuje podezření, že se dlužník dopustil trestné činnosti, a proto je nutné ochránit veřejný zájem. Z účetní závěrky za rok 2017 vyplynulo, že již v době emise firma vykazovala známky předlužení a byla zjevně ve ztrátě, kdy vykazovala záporný výsledek hospodaření.

⁷⁰ <https://faei.cz/arca-byla-letadlo-micka-ridil-cessnu-velic-s-krupou-ale-pilotovali-boieng/>.

⁷¹ <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/kauza-arca-prehledne-kdo-je-kdo-v-nejvetsim-financnim-prusvi/r~1f3a3edc647111ebb408ac1f6b220ee8/>.

⁷² <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/kauza-arca-prehledne-kdo-je-kdo-v-nejvetsim-financnim-prusvi/r~1f3a3edc647111ebb408ac1f6b220ee8/>.

⁷³ <https://www.rizikovedluhospisy.cz/dalsi-krachujici-dluhopisovy-emitent-spolecnost-weber-eu-s-r-o-na-prahu-insolvence/>.

ANILO DRINKS s.r.o.⁷⁴

Společnost ANILO DRINKS s.r.o. byla zapsána do obchodního rejstříku v lednu 2018 a již po čtyřech měsících v květnu 2018 emitovala podlimitní dluhopisy v celkové výši 25 mil. Kč, s úročením 7,2 % p. a. a se splatností do 30. 4. 2021. Podle popisu emise na dluhopisovém portálu „*se společnost zabývá distribucí a výrobou private label nápojů. Tzn. výrobu nápojů dle specifikace zákazníka, stáčení a potisk ve vlastní grafice. Společnost také zajišťuje distribuci nápojů v rámci Čech i zahraničí. Společnost nyní usiluje o nákup unikátní linky na potisk nápojů v plechovkách, aby uspokojila rostoucí poptávku a zvýšila tržby*“.

Podle magazínu Reportér měla společnost z emise dluhopisů financovat plán zahraniční expanze do dvacítky států, kromě jiných zemí i do Bulharska. Žádný mezinárodní obchod s nápoji se ale nikdy neuskutečnil. Až u soudu vyšlo najevo, že nesedí ani údaje v účetnictví a společnost byla od počátku předlužená. Šéf společnosti byl sám v několikanásobné exekuci. „*Podnikání mohlo být od samého počátku podvodem a pouhou fasádou a divadlem pro investory a věřitele.*“

Majitelům dluhopisů pak byly měsíčně splácené úroky, ale jistina, která byla splatná v dubnu 2021, uhrazena nebyla. Insolvenční řízení ANILO DRINKS s.r.o. bylo zahájeno 2. 3. 2020 a 2. 12. 2020 byl zjištěn úpadek.

Soudce insolvenčního soudu dal podnět ke vstupu státního zastupitelství do řízení, protože nabyl dojmu, že mohlo dojít ke spáchání trestného činu – z firmy odešlo celé vedení, se soudem nespolupracují a společnost vydala dluhopisy, aniž na jistinu cokoliv splatila.

Dluhopisy přitom vydala minimálně ještě jedna firma spojená s ovládajícími osobami společnosti ANILO DRINKS – společnost Anilo Trade, která emitovala dluhopisy za 12,5 mil. Kč a s úročením 8,4 % p. a., splatné v říjnu 2023, na rozvoj obchodu s vlastní „převratnou dezinfekcí“.

iConsulting 4 Companies s.r.o.⁷⁵

Společnost iConsulting 4 Companies s.r.o. byla do obchodního rejstříku zapsána v dubnu 2013. Společnost byla založena registrátorem ready-made firem. Jediným společníkem je od roku 2013 britská společnost DOLENOR LTD. Podle portálu dluhopisovyradce.cz je jednatel společnosti evidovaný v dlužnických databázích a je odsouzeným podvodníkem, který již měl nastoupit do výkonu trestu.

Podle poslední veřejně přístupné účetní závěrky z roku 2015 měla společnost záporný výsledek hospodaření, přičemž cizí zdroje převyšovaly vlastní kapitál.

V lednu 2015 emitovala společnost dluhopisy s 10% úrokem v celkovém objemu 100 mil. Kč a se splatností v lednu 2017. V listopadu 2016 bylo zahájeno insolvenční řízení iConsulting 4 Companies s.r.o. a v únoru 2018 bylo rozhodnuto o prohlášení konkurzu na majetek společnosti. Z insolvenčního řízení vyplynulo, že jediným reálným majetkem firmy byla starší firemní škodovka, pohledávky a čtyři tisíce korun na bankovním účtu. Společnost dlužila obchodním partnerům, a zvláště pak investorům do svých dluhopisů podle posledního seznamu přihlášených pohledávek 110 mil. Kč. Účetnictví společnosti nebylo k dispozici, a to ani v elektronické podobě.

Lipa Learning s.r.o.⁷⁶

Společnost Lipa Learning s.r.o. byla v prosinci 2012 založena podnikatelem Tomášem Bártou pod původním názvem EMTC – Edu s.r.o. Společnost byla dceřinou společností firmy EMTC – Czech a.s., jejíž dluhopisy Bárta pro společnost Lipa Learning nabízel. Lipa Learning měla vyvíjet vzdělávací aplikace Lipa Learning, na jejíž vývoj majitel Tomáš Bárta získal stovky milionů od drobných investorů.

Podle dokumentu „*Dluhopis Lipa Learning, s.r.o. nedoporučujeme zařadit do portfolia klientů Fichtner s.r.o.*“, ze dne 25. 7. 2017, vypracovaného společností Fichtner Investment Advisors, společnost Lipa Learning emitovala dluhopis LIPA 2018 7,8 %“, ISIN CZ0003512345, nabízející úročení 7,8 %, který je nelikvidní.

⁷⁴ <https://reportermagazin.cz/a/pi7Cc/penize-zmizely-veritele-doplaceji-na-falesne-sliby>.

⁷⁵ <https://www.dluhopisovyradce.cz/iconsulting-4-companies-s-r-o/>.

⁷⁶ <https://www.dluhopisovyradce.cz/lipa-learning/>.

Podle Fichtner Investment Advisors, kteří nedoporučovali pořízení nových dluhopisů emitovaných Lipa Learning: „*Máme zkušenosti s investorem, který nakoupil starší emisi dluhopisů Lipa Learning. S dluhopisy se nikde veřejně neobchoduje a společnost je nechce odkoupit zpět. Podle emisních podmínek může investor požádat společnost o předčasné splacení, ale společnost musí se splacením souhlasit. To se zatím nestalo. Investor tak drží nelikvidní investici a nemůže ji předčasně prodat. Musí čekat na splacení dluhopisu. Dluhopis je nelikvidní. To je další důvod, proč dluhopis nedoporučujeme klientům Fichtner s.r.o. do portfolia.*“

Z vývoje insolvenčního řízení skupiny EMTC vyplývá, že financování společnosti Lipa Learning a jejich herních softwarů tak bylo uskutečněno emitováním dluhopisů jinými společnostmi skupiny EMTC. Investor do aplikace tedy nepožíval dluhopisy společnosti Lipa Learning, ale společnosti EMTC – Czech a.s.

Odpůrčí žaloby

Pokud ovládající osoby emitenta-dlužníka vyváděla majetek z majetkové podstaty společnosti a společnost skončila v úpadku a bylo zahájeno insolvenční řízení, je možné toto zvýhodňující či poškozující jednání dlužníka v insolvenčním řízení postihnout.

Insolvenční správce by měl v rámci prověřování účetnictví buď sám, nebo na základě spolupráce se specializovanou forenzní společností takovéto úkony umět najít a důkladně prošetřit. Neúčinnými jsou právní jednání, kterými dlužník zkracuje možnost uspokojení věřitelů nebo zvýhodňuje některé věřitele na úkor jiných⁷⁷.

Po zjištění úkonů, kterými docházelo k vyvádění majetku, upřednostňování nebo poškozování věřitelů (a to v období až pěti let před zahájením insolvenčního řízení, byl-li druhé straně úmysl zkrátit věřitele skutečně znám, či za dva roky, musel-li být znám nebo se jednalo o osobu dlužníkovi blízkou), insolvenční správce podává u insolvenčního soudu odpůrčí žaloby, kterými je odporováno dlužníkovým právním jednáním. Neúčinnost dlužníkových právních jednání se zakládá rozhodnutím insolvenčního soudu. Jestliže soud žalobě vyhoví a určí, že napadené právní jednání dlužníka je vůči věřiteli neúčinné.

Zjednodušeně řečeno, pokud insolvenční správce podával odpůrčí žaloby, je velmi pravděpodobné, že ze společnosti emitenta-úpadce byl vyváděn majetek nebo byli poškozováni a zvýhodňováni věřitelé.

Přehled emitentů dluhopisů v insolvenčním řízení, ve kterých byly podávány odpůrčí žaloby, je uveden v následující tabulce:

| IČ | Název | Spisová značka | Datum vzniku | Datum zahájení insolvenčního řízení | Rok emise | Základní kapitál v Kč |
|----------|---------------------------|----------------|--------------|-------------------------------------|-----------|-----------------------|
| 2213974 | TRILOAD Invest s.r.o. | INS 1346/2019 | 16.10.2013 | 30.1.2019 | 2017 | 200 000 |
| 2213974 | TRILOAD Invest s.r.o. | INS 16397/2018 | 16.10.2013 | 10.10.2018 | 2017 | 200 000 |
| 4439627 | Nautic Solutions a.s. | INS 9579/2020 | 30.09.2015 | 23.4.2020 | 2016 | 2 000 000 |
| 43872280 | SEDMA Praha, spol. s r.o. | INS 4873/2019 | 05.12.1991 | 1.4.2019 | 2017 | 140 000 |

Nautic Solutions a.s.

Podle odpůrčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, Nautic Solutions a.s. (dále jen „NS“) v průběhu let 2016 a 2017 emitoval dluhopisy v osmi tranších, v celkové hodnotě 254 mil. Kč se splatností tři roky. Za získané peněžní prostředky pak v průběhu let 2016 a 2017 pořídil několik luxusních lodí a jejich vybavení. Podnikatelský záměr spočíval v tom, že NS za prostředky z emitovaných dluhopisů nakoupí luxusní lodě, které bude pronajímat. Po třech letech mělo dojít ke zpětnému odkupu lodí jejich prodejcem za 100 % kupní ceny, přičemž z peněžních prostředků z pronájmu lodí a zpětného odkupu měla být splacena jistina dluhopisů a souvisejících úroků. Tento podnikatelský záměr se nicméně obratem ukázal jako nerealistický a podnikání se NS nikdy nepodařilo rozběhnout.

⁷⁷ <https://portal.gov.cz/informace/annulment-unenforceability-and-invalidity-of-legal-acts-detrimental-to-creditors-INF-123>. Za právní jednání se považuje též dlužníkovo opomenutí. Mezi těmito neúčinnými jednáními se rozlišují tři kategorie: (1) právní jednání bez přiměřeného protiplnění, (2) zvýhodňující právní jednání, v jejichž důsledku se některému věřiteli dostane na úkor ostatních věřitelů vyššího uspokojení, než jaké by mu jinak náleželo v konkurzu, (3) právní jednání, kterými dlužník úmyslně zkrátí uspokojení věřitele, byl-li tento úmysl druhé straně znám nebo jí se zřetelem ke všem okolnostem musel být znám. Insolvenční správce může podat odpůrčí žalobu ve lhůtě 1 roku ode dne, kdy nastaly účinky rozhodnutí o úpadku. Nepodá-li ji v této lhůtě, odpůrčí nárok zanikne. Dlužníkovo plnění z neúčinných právních jednání náleží do majetkové podstaty právní moci rozhodnutí, kterým bylo odpůrčí žalobě vyhověno. Neúčinností právního jednání není dotčena jeho platnost; v insolvenčním řízení však dlužníkovo plnění z neúčinných právních jednání náleží do majetkové podstaty. Není-li možné vydat do majetkové podstaty původní dlužníkovo plnění z neúčinného právního jednání, musí být poskytnuta rovnocenná náhrada.

Podle správce nikdy nezískal NS z pronájmu lodí žádné reálné peněžní prostředky, a naopak této společnosti již od samého počátku vznikaly pouze významné provozní náklady. Nejenže NS se svým majetkem nenakládal způsobem, který by vedl k zisku, dokonce ani neučinil nic pro to, aby byla hodnota tohoto majetku zachována. Zpětný odkup se NS nepodařilo sjednat a pronájem se nepodařilo realizovat a získat z něj jakékoliv finanční prostředky.

Správce žalobou napadl pořízení katamaránu za kupní cenu 1,3 mil. USD. Za uhrazení kupní ceny katamaránu však NS nezískal jakékoliv prokazatelné plnění. Navíc po uhrazení kupní ceny NS nikdy neuplatňoval a nevymáhal jakékoliv plnění po prodávajícím. Správce tak má za to, že jednání NS bylo vedeno s úmyslem vyvedení finančních prostředků z majetku.

TRILOAD Invest s.r.o. ^{78, 79}

V insolvenčním řízení dluhopisového emitenta Triload Invest si měli věřitelé, z nichž poměrnou část tvoří právě dluhopisoví věřitelé, dohromady nárokovat částku téměř 50 milionů korun. Skupina Triload, do které spadají firmy Triload Invest s.r.o., Triload Invest Alfa s.r.o., Triload Invest Beta s.r.o., Triload Invest Gama s.r.o., Triload Invest Delta s.r.o., Triload Hotel Lučany s.r.o. a další, z nichž některé samostatně emitovaly dluhopisy, postupně přestala svým investorům, obchodním partnerům a zaměstnancům hradit závazky. Triload Invest měl dlužit investorům z dvouletých firemních „triloadích“ dluhopisů „9 % 2019“ částku 1,7 milionu korun, z dluhopisů „8,1 % 2020“ částku 1,3 mil. Kč a z desetiletých s nabízeným ročním zhodnocením 12 % 52,7 milionu Kč.

Usnesením Městského soudu v Praze bylo navíc vydáno předběžné opatření na majetek Triload, protože docházelo k opakovaným pokusům o jeho vyvedení z majetkové podstaty.

V roce 2017, ve kterém Triload emitoval dluhopisy, rovněž mohlo docházet k vyvádění majetku ze společnosti. Z přihlášek věřitelů mělo vyplývat, že v té době byl Triload již v úpadku. Podle odpůřčí žaloby, podané insolvenčním správcem, v červenci 2017 uzavřel Triload s jinou společností jako prodávajícím smlouvu o úplatném převodu obchodního podílu třetí strany na dlužníka za kupní cenu 34 mil. Kč. Triload prodávající společnosti uhradil v několika převodech kupní cenu ve výši 25 mil. Kč. Ve smlouvě o převodu obchodního podílu byla sjednána smluvní pokuta, a to ve výši všech dosud uhrazených splátek. Přestože k převodu obchodního podílu na Triload nedošlo, uhrazená část kupní ceny ve výši 25 mil. Kč nebyla prodávajícím vrácena. Místo toho uplatnila smluvní pokutu ve výši všech dosud uhrazených splátek, tj. 25 mil. Kč. Tato pokuta byla správcem žalována kvůli své neplatnosti pro rozpor s dobrými mravy a s plněním dle smlouvy (jednalo se o částku, která odpovídá 75 % kupní ceny).

Nejenže byla nepřiměřeně vysoká, ale rovněž způsobila významnou nerovnováhu v právech a povinnostech smluvních stran, a to v neprospěch Triload. Důsledkem sjednání nepřiměřeně vysoké smluvní pokuty tak došlo ke znemožnění uspokojení pohledávek věřitelů přihlášených do insolvenčního řízení.

SEDMA Praha, spol. s r.o.

Podle odpůřčí žaloby podané insolvenční správkyní společnosti SEDMA Praha, spol. s r.o. (dále jen „Sedma“), společnost vydala v srpnu 2017 emisi dluhopisů v celkovém objemu 22 mil. Kč. Jmenovitá hodnota dluhopisů činila 50 tis. Kč a výnos byl ve výši 9,1 % p. a. Splatnost jistiny dluhopisu byla v srpnu 2019. Do insolvenčního řízení, které bylo zahájeno v dubnu 2019, přihlásilo své pohledávky 72 věřitelů v souhrnné výši 16 mil. Kč.

Celkem Sedma prodala dluhopisy v nominální hodnotě 11 mil. Kč (zbývající dluhopisy se nepodařilo prodat). Jiné příjmy než z prodeje dluhopisů, Sedma neměla. Částečný výnos byl investorům vyplacen pouze v prvním výplatním termínu. Další výnosy z úroků ani jistina již investorům vyplaceny nebyly, neboť Sedma neměla finanční prostředky na jejich vyplacení.

⁷⁸ <https://www.investujeme.cz/tiskove-zpravy/pokusy-o-vyvadeni-majetku-a-zatajovani-informaci-kausa-dluhopisoveho-triloadu-graduje/>.

⁷⁹ <https://faei.cz/vyplacel-si-100-tisic-mesicne-jeho-firma-dluzi-investorum-nejmene-55-milionu/>.

V období od května 2018 do července 2018 převedla Sedma ze svého bankovního účtu několika převody finanční prostředky v souhrnné výši 3,95 mil. Kč na účet jiné právnické osoby, aniž by za to získala jakékoliv protiplnění. Vzhledem k tomu, že Sedma měla příjmy pouze z upsaných dluhopisů, převedené finanční prostředky byly částí prostředků získaných z prodeje dluhopisů. Tyto převody vedly k úpadku Sedma, neboť jimi došlo ke zmenšení majetku společnosti. Sedma již nebyla schopna vyplácet investorům úrok z dluhopisů. Převodem částek v souhrnné výši 3,95 mil. Kč tak Sedma zkrátila možnost uspokojení věřitelů.

10. Distribuce dluhopisů a cena za distribuci jako významný problém

Jedním z důvodů expanze emitovaných dluhopisů je rovněž zjednodušení jejich distribuce a marketingu pro drobné retailové investory pomocí webových platforem, poradců a zprostředkovatelských agentur. Některé z těchto prodejních kanálů distribuují podnikové dluhopisy bez potřebné licence a bez kontroly regulátora (ČNB). Tyto platformy rovněž neposkytují řádné vyhodnocení vhodnosti či přiměřenosti rizikových podnikových dluhopisů pro konkrétní investory⁸⁰.

Z hlediska šíření a distribuce rizikových dluhopisů jsou zásadní dva parametry: charakteristika prodejců dluhopisů a vysoké náklady na zprostředkovatele hrazené emitentem.

Mezi základní distribuční sítě patří:

- Obchodníci s cennými papíry
- Investiční zprostředkovatelé
- MLM společnosti a jejich prodejní sítě
- Internetové tržiště a portály nabízející dluhopisy
- Neregistrované „investiční agentury“ a „investiční poradci“ bez licence
- Zaměstnanci emitenta dluhopisů

Nelicencovaní investiční poradci a internetové platformy nabízejí podnikové dluhopisy, tj. velmi riziková investiční aktiva, jako téměř bezrizikové a bezpečné investiční nástroje ke generování vysokých úrokových výnosů. I když ve svých internetových prezentacích zajišťují svoji zprostředkovatelskou roli, doplněnou uskutečněním analýz a prověřením emitentů, ve skutečnosti jednají jako prodloužené prodejní oddělení jednotlivých emitentů, kteří nabízejí pod blýskavícím se obalem prázdné SPV vehikly, bez kapitálu, majetku, zaměstnanců, s vyfabulovaným byznys plánem a případně s podvodnými úmysly. Rovněž prodejci, kteří se prezentují jako renomovaní investiční experti, uvádějí v omyl nezkušené a naivní investory, urputně obhajují své investiční tipy – motivací jednotek vysokých provizí z hodnoty investice – a manipulují je do rádob bezpečných investic, kterým ale tito investoři vůbec nerozumějí. Toto účelové jednání jim vydrží pouze do chvíle, kdy se emitent dostane do problémů se splácením. Následně plynule přejdou do role pouhého zprostředkovatele, který za nic nenesou žádnou odpovědnost a sám je šokován neúspěchem investice.

Jak uvádí advokát Mgr. Filip Bergl z portálu Nesplacene-dluhopisy.cz ve své reakci v článku zveřejněném na portále investujeme.cz⁸¹: „... dle četných informací od našich klientů tyto platformy dluhopisy velmi aktivně nabízejí, jsou přímo zainteresovány na prodaném objemu a de facto celý obchod organizují. Nejedná se tedy, dle mého názoru, o reklamu, ale jednoznačně (minimálně) o zprostředkování obchodu, za který daná platforma inkasuje nemalé provize. Dalším problémem (a možná ještě zásadnějším) je to, jaký servis vlastně tyto platformy nabízejí firmám, které uvažují o tom dluhopisy vydat. Opět, dle informací od klientů, je takováto platforma schopna zajistit kompletní servis: vytvoří emisní podmínky a veškerou smluvní dokumentaci, zajistí komunikaci s klienty, vytiskne dluhopisy, zajistí korespondenci s koncovým klientem. Jinými slovy nemusíte dělat nic a nemusíte mít žádné právní povědomí o vydávání dluhopisů, vše udělají za vás. Položme si tedy otázku: Může být takováto platforma pouze reklamním prostorem? Jaké emitenty tato platforma motivuje k vydávání dluhopisů? Myslím, že je zde motivace více než zřejmá. Navíc společnosti, které nehodlají od počátku své závazky splnit, jsou rozhodně ochotny zaplatit mnohem vyšší provizi.“

Další z prodejních kanálů jsou internetové portály a tržiště, které se specializují na nabídku dluhopisů. Mezi nejznámější patří například portál „dluhopisy.cz“, kterého provozovatelem je společnost Centrum Dluhopisů s.r.o. Kromě jiného nabízí portál desítky podlimitních podnikových dluhopisů.

⁸⁰ https://www.lidovky.cz/byznys/miliardy-v-sede-zone-na-ceskem-trhu-jsou-firemni-dluhopisy-ktere-nemusi-byt-vubec-splaceny.A190116_155418_firmy-trhy_pkk.

⁸¹ <https://www.investujeme.cz/tiskove-zpravy/dalsi-cerna-dira-na-penize-dluhopisy-firmy-sponge-factory/>.

Mnoho investorů bylo osloveno a následně přesvědčeno k investici do podnikových dluhopisů prodejci z některé z multi-level marketingových společností⁸². Tyto zavedené MLM sítě, zapojené do prodeje vysoce rizikových podnikových dluhopisů, tak svými agresivními metodami a pod příslibem „tipařských“ provizí dotlačili běžné neinformované malé investory do těchto rizikových investic.

Z našich šetření emitentů dluhopisů v úpadku a dostupných informací z insolvenčního rejstříku vyplývají vysoké náklady hrazené za zprostředkovatelské služby investičním zprostředkovatelům, MLM sítím a internetovým tržištím a platformám nabízejících dluhopisy. Náklady na distribuci se pohybovaly v rozsahu 8 % až 10 % z hodnoty investice do emise. Jedná se o vysokou částku, a to nejen z pohledu její nominální hodnoty, ale rovněž z pohledu schopnosti emitenta získat tuto částku z vlastní činnosti v krátkém období. Podnikové dluhopisy byly často emitovány se splatností dvou až tří let, čímž se náklady emitenta na distribuční poplatky a provize navýšili ročně o dalších tři až pět procent.

⁸² Detailní popis multi-level marketingu (MLM) uvádí například wikipedie: „MLM, také známý jako síťový marketing, označuje kontroverzní marketingovou strategii určenou pro prodej produktů či služeb. Účastníci takového schématu se přímo podílí na distribuci daného produktu či služby a výměnou za to mají nárok na provize z prodejů, které pomohou zprostředkovat. Příjem těchto distributorů je kromě toho dále nepřímou určen množstvím lidí, které takový účastník dokáže pro společnost zaregistrovat. Každý distributor si totiž může budovat jakousi vlastní síť (či pyramidu) distributorů, kteří mu posléze odvádí část ze svých provizí. MLM strategie bývá někdy zneužívána pouze jako maska pro podvodné pyramidové schéma. MLM jsou navrženy tak, aby vytvářely zisk pro majitele / akcionáře společnosti a několik jednotlivých účastníků na nejvyšší úrovni pyramidy MLM účastníků. Podle Federální obchodní komise USA (FTC) již některé společnosti MLM představují nezákonné pyramidové systémy, a to i na základě užších stávajících právních předpisů, které využívají členy organizace. MLM byly v některých jurisdikcích shledány nezákonnými jako pouhá variace tradičního pyramidového schématu. Vzhledem k tomu, že drtivá většina účastníků MLM nemůže realisticky dosáhnout čistého zisku, natož významného čistého zisku, ale místo toho převážně pracují s čistými ztrátami, některé zdroje označují MLM jako typ pyramidového schématu, i když nejsou nutně postaveny mimo zákon jako tradiční pyramidová schémata. Podobnost MLM s pyramidovým schématem není náhodná. Pro obě strategie platí silný důraz na registraci nových členů a z toho plynoucí finanční odměny (ať už přímé či nepřímé). MLM schéma je ale odlišné v tom, že je soustředěno okolo skutečného produktu či služby, kterou účastníci prodávají. Díky tomu je tato strategie teoreticky udržitelná a v důsledku legální ve větší části světa. Přesto všechno však podle zprávy Federal Trade Commission, přichází o peníze při zapojení do MLM nejméně 99 % lidí.“

11. Role ČNB

Celkem rozšířeným přístupem emitentů u podlimitních emisí byla snaha vyvolat dojem garance bonity své emise ze strany České národní banky. Skutečnost byla ale úplně odlišná. Informace o tom, že se jedná o dluhopisy se schváleným dluhopisovým prospektem České národní banky neznamenal, že ČNB garantuje bonitu a výnos emise. Znamenaly pouze to, že ČNB formálně posoudila, zda prospekt příslušné emise splňuje všechny formální náležitosti.

U tzv. soukromých emisí dluhopisů (tj. emisí, které není možné nabízet investorům veřejně a u nichž je počet investorů zákonem omezen na 150) a u veřejných emisí dluhopisů do objemu 1 mil. eur (či jejich ekvivalentu v Kč) ČNB prospekt cenného papíru v minulosti neschvalovala.

ČNB eviduje pouze dluhopisy, které mají prospekt, tedy dokument obsahující informace, na jejichž základě může potenciální investor učinit kvalifikované rozhodnutí, zda si dluhopis koupí.

Dohledové pravomoci ČNB v oblasti nabídek dluhopisů jsou následující⁸³:

- Schvaluje prospekty v případě veřejné nabídky nebo v případě, kdy předpokládaný objem emise převyšuje milion eur či jeho ekvivalent v korunách. Tady posuzuje, zda dokument splňuje náležitosti dané zákonem.
- Monitoruje, zda bez prospektu nejsou nabízeny dluhopisy, které by jej mít měly.
- Vykonává dohled nad distribucí dluhopisů regulovanými subjekty – obchodníky s cennými papíry a investičními zprostředkovateli, kteří musí dodržovat zákonem definovaná pravidla, jak jednat se zákazníky a postupovat s odbornou péčí.
- Dohlíží na investiční zprostředkovatele, aby nenabízeli a neprodávali dluhopisy, ke kterým nebyl vyhotoven prospekt.

ČNB ve skutečnosti neřeší⁸⁴:

- zda má dluhopis správně nastavený výnos k riziku,
- zda takovýto dluhopis bude splacen,
- jestli jde o správně naceněný cenný papír,
- jestli hospodářské výsledky odpovídají skutečnosti,
- jaké je bonita, finanční situace a budoucí ziskovost emitenta,
- schopnost emitenta splatit výnosy a jmenovitou hodnotu dluhopisu,
- neposuzuje kvalitu podnikatelského záměru, pro jehož financování je dluhopis vydáván.

⁸³<https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/L-00001.-Krocak-Novela-zakona-by-mela-zpruhlednit-trh-s-dluhopisy/>.

⁸⁴ <https://www.pravni-prostor.cz/clanky/financni-pravo/korporatni-dluhopisy-cnb-jakozto-radce-nikoliv-regulator>.

12. Rizikové indikátory

Emitenti dluhopisů často lákají investory na vysoký výnos, který dosahoval až deset procent ročně. Pro obvyčejného investora je ale velmi těžké ocenit míru rizika souvisejícího s takovým výnosem. Tito investoři neumějí náležitě posoudit ekonomickou situaci firmy a často pro správné vyhodnocení nemají ani dostatek informací. Případně se nechají přesvědčit deklarovaným ručením, že prodejce má schválený prospekt Českou národní bankou nebo že je splacení emise zaručeno třetí stranou. Kromě povinnosti získání ISIN a registrace v Centrálním depozitáři cenných papírů⁸⁵ však ani novela zákona o dluhopisech z roku 2020 nezavedla v oblasti podlimitních emisí žádné dodatečné dohledové povinnosti ČNB.

Investorům by pro rozpoznávání indicií vysoce rizikových dluhopisů pomohlo sledovat výskyt následujících indikátorů rizika:

- Příliš vysoká slibovaná úroková sazba – může se pohybovat až kolem deseti procent. Velmi vysoký výnos nemusí hned znamenat nutně podvod, může pouze odrážet vysokou rizikovost investice. Na výnos je třeba ale nahlížet podle obecně známého pravidla: Čím vyšší je výnos, tím vyšší je riziko. Na finančním trhu je riziko investování velmi vysoké. Hranici, na níž je úrokový výnos až podezřele vysoký, ale musí posoudit každý investor sám (viz například nedávno medializovanou podvodnou investiční firmu Growing Way nabízející výnos 30 % p. a.)
- Ztrátové hospodaření emitenta – ztrátové hospodaření, malý obrat, vysoké závazky by měly indikovat ne příliš úspěšné podnikatelské schopnosti emitenta.
- Krátká doba existence emitenta – nově založené společnosti si implicitně nesou prizma rizikovější investice z důvodu nového nezaběhnutého byznysu bez zákazníků, bez trhu, s neověřeným či nesmyslným produktem a podobně. Je dobré mít na mysli obecně platné pravidlo, že do pěti let zkrachují až čtyři pětiny nových firem.
- Neschválení prospektu ČNB – i když to samo o sobě není důkazem o garanci bezpečné investice, vytvoření a schválení prospektu činí dluhopis o něco méně rizikovější než dluhopis bez prospektu.
- Nezveřejněný prospekt emitenta a pokuta od ČNB – v minulosti ČNB uložila několik pokut za veřejnou nabídku dluhopisů bez uveřejnění prospektu cenného papíru. Například nejvyšší z nich byly uloženy společnostem DRFG a.s. (5 mil. Kč) a SMART Capital, a.s. (1 mil. Kč).⁸⁶
- Cíleně zavádějící informace navozující dojem garance výnosů a zdůrazňování schválení emise Českou národní bankou – pokud emitent příliš zdůrazňuje, že prospekt byl schválen ČNB (ve skutečnosti jde pouze o formální schválení), čímž budí dojem, že se jedná o bezpečnou investici schválenou ČNB.
- Nesmyslnost investičního záměru – projekt, do kterého se chystá emitent investovat, nedává obchodní smysl.
- Absence nebo vágní popis účelu vydání dluhopisů – nedostatečný popis účelu vydání dluhopisů, rizikem je příliš málo informací o tom, co udělá emitent s penězi za vydané dluhopisy, případně úplná absence finančního plánu⁸⁷.
- Netransparentnost emitenta – pokud emitent neposkytuje úplné, smysluplné, kvalitní či dostatečně podrobné informace o projektu, o svém hospodaření či o osobách ovládajících emitenta (například neexistence nebo nezveřejnění finančních výkazů emitenta).
- Nízká integrita a negativní pověst osob ovládajících emitenta – investor by měl prověřovat nejen právnickou osobu emitenta, ale rovněž důkladně prověřit osoby stojící za společností, případně osoby, které se vyskytují v její blízkosti. Jakékoliv zmínky o neetickém, nekalém či rizikovém jednání by měly být pro investora stopkou v dalším zvažování investice.

⁸⁶ https://www.cnb.cz/cnb/vyrocnizprava_2020.

⁸⁷ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozorneni237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>.

- Nedůvěryhodný prodejce, případně nedůvěryhodný prodejní kanál – nabídka dluhopisů přes internetové tržiště nebo neznámé „investiční“ zprostředkovatele, případně MLM sítě jsou rizikovým faktorem.
- Nezkušený management emitenta – nízký věk managementu emitenta, bez zkušeností v oblasti, do které se chystá emitent investovat, případně malé zkušenosti s řízením obchodních společností.
- Prodejní proces zajišťuje subjekt mimo investiční poradenství⁸⁸ – nezkušený prodejce, bez licence k poskytování investičního zprostředkování, ale také jeho zkušenosti, reputaci a reference.
- Nízká likvidita dluhopisů – investor může být některými podmínkami stanovenými emitentem částečně omezen rychle a bezproblémově prodat dluhopis.
- Rating investice na některých internetových tržištích a prodejních kanálech – v případě rizikových dluhopisů tento rating v naprosté většině případů buď chybí, nebo je vymyšlený. Příliš vysoký rating může být indicií možné manipulace s cílem prodeje dluhopisu za každou cenu.
- Další faktory⁸⁹, jako jsou například agresivní marketing prodejce a emitenta, poskytování nesmyslných garancí, rizikové parametry na základě finanční analýzy (např. vysokou zadluženost firmy vůči kapitálu), malý objem emise, vydání dluhopisů fyzickou osobou.

⁸⁸ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozorneni237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>.

⁸⁹ <https://www.kurzy.cz/zpravy/562719-kolik-krve-potece-na-trhu-s-prasivymi-dluhopisy/>.

13. Doporučení pro věřitele a investory

Na základě našich zkušeností s prověřováním třetích stran a využitím zajímavých tipů z veřejných zdrojů⁹⁰ a institucí⁹¹ jsme sestavili následující přehled aktivit, které by měl uskutečnit každý investor, který zamýšlí investovat do rizikových dluhopisů:

Prověření společnosti emitenta

- Kontakty emitenta a dostupné informace, které emitent zveřejňuje (posoudit lokaci sídla emitenta, zda zveřejňuje kontaktní informace, zda má internetové stránky, zda vlastní doménu, na které jsou e-mailové adresy, ověření, kolik e-mailových adres je dohledatelných pro danou doménu).
- Prověření podnikatelské činnosti emitenta – informace o podnikání emitenta v minulosti, reference a odkazy na zrealizované zakázky ve veřejných zdrojích, posouzení, zda je emitent na trhu zaveden a zda je důvěryhodnou společností (má emitent již vytvořený produkt nebo službu, má pro ni zákazníky, kteří si ji koupili, shoduje se činnost podle živnostenského oprávnění činnosti emitenta s propagovaným oborem činnosti, má v tomto oboru emitent jakékoliv zkušenosti?).
- Založení emitenta zakladatelem ready-made společností – získat informace o tom, zda jde o nově založenou společnost s rozbíhajícím se podnikáním (vzhledem k možnosti pořízení spící společnosti od ready-made poskytovatelů, která sice je již několik let zapsaná v obchodním rejstříku, ale byla spící, nebo se jedná sice o nově založenou právnickou osobu, ale aktuálními statutáři, případně se jedná o zavedenou společnost).
- Ověření, která právnická osoba je emitentem – posouzení, zda se nejedná o nově založenou účelovou společnost, která má shodné nebo velmi podobné jméno, jako již existující subjekt, rovněž ovládaný stejnými osobami.
- Věk emitenta – jak dlouho společnost existuje (posoudit ale, jak dlouho emitent skutečně poskytuje své služby nebo produkty a jak dlouho podniká, tj. zda sice není společnost „stará“, ale to pouze proto, že došlo k pořízení spící společnosti od ready-made poskytovatelů).
- Vazby emitenta na jiné společnosti, které rovněž emitovaly dluhopisy, a u kterých hrozí riziko jejich nesplacení, případně již nesplácejí.
- Finanční informace o emitentovi – posouzení a identifikace možných finančních rizik poukazující na špatné finanční zdraví emitenta, hrozbu úpadku, ztrátového hospodaření.
- Jak vysoké je zadlužení emitenta, vlastní kapitál, obrat, struktura aktiv apod. Byl emitent v minulosti schopen vyprodukovat nějaký zisk a jak se mu daří v době vydání dluhopisů.
- Finanční problémy, které by indikovaly výskyt zápisů v rejstříku exekucí, nebo předchozí podaný insolvenční návrh, nebo exekuce na podíl vlastníků emitenta.
- Zda není ovládán, případně zda neovládá jiné právnické osoby, které byly v insolvenci nebo měly finanční problémy
- Pokud jiné společnosti v oboru jsou financovány bankovními úvěry, ale emitent dosáhl pouze na finanční prostředky prodejem vysoko úročených dluhopisů, poukazuje to na pravděpodobnou neochotu finančních institucí financovat emitenta kvůli vysokému riziku defaultu.
- Porovnání informací poskytnutých investorům s jinými zdroji informací – například porovnání finančních údajů o hospodaření emitenta s finančními výkazy, které jsou publikovány ve sbírce listin.
- Existuje rating emitenta – nezávislé ratingové agentury na základě podrobné analýzy rizikovosti dlužníka stanoví rating, který vyjadřuje pravděpodobnost, že dlužník své závazky splatí. Pokud rating nebyl stanoven, jedná se o zvýšené riziko.

⁹⁰ <https://www.lp-life.cz/jsou-vyhodne-dluhopisy-opravdu-take-bezpecne>.

⁹¹ https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitel/desatero_investor_podnik_dluhopisy.html.

- Má emitent nějaké zaměstnance – posouzení, zda jsou dohledatelné informace o zaměstnancích (například na ARES, v příloze k finančním výkazům nebo v položce mzdy ve finančních výkazech). V případě, že zaměstnance nemá, a investiční projekt zaměstnance vyžaduje, jedná se o vysoké riziko.
- Transparentnost emitenta – je možné získat informace o emitentovi z pohledu jeho historie, referencí, obchodních aktivit, finančních výsledků, které by umožnily vyhodnotit reputaci, integritu, finanční situaci a udržitelnost podnikání emitenta. Uveřejňuje emitent v obchodním rejstříku rozvahy a výsledovky nebo je předložil pouze za účelem vydání dluhopisů vybraným investorům.
- Účetní společnost a audit finančních výkazů – jaká entita vytvářela finanční závěrky emitenta a byly auditovány? Jsou tyto účetní a auditorské společnosti důvěryhodné?
- Posouzení, zda se emitent zaštiťuje „schválením“ emise ze strany ČNB – ta není ze zákona oprávněna při emisi dluhopisů prověřovat bonitu jejich emitenta. Pokud to emitent tvrdí a zakládá důvěryhodnost na tzv. souhlasu ČNB, jedná se o příznak možného vysokého rizika nesplacení.
- Vazby emitenta na zprostředkovatele a distribuční kanály, které propagují a prodávají dluhopisy emitenta – pokud se jedná o skrytě propojené společnosti, je vysoké riziko, že zveřejněné marketingové informace o emitentovi a jeho emisích mohou být zkreslené.
- Indicie o problematické minulosti emitenta v médiích (zmínky o skandálech, kauzách, nekalém a neetickém jednání). Posouzení, v jakém kontextu se píše o emitentovi a v jakém čase, jakými novináři a v jakých médiích. Zejména je důležité rozlišit a identifikovat, zda pozitivní články o emitentovi nejsou pouze profesionálně kvalitně zpracované PR za účelem vytvoření pocitu známosti a důvěry ve veřejném prostoru v čase emise. „Fakt, že zakladatele, službu nebo značku znám, neříká totiž vůbec nic o kvalitě jejího investičního nástroje. Zpravidla se totiž jedná jen o promyšlené PR, které má jediný účel – podpořit právě další prodej jejich dluhopisů.“
- Výpočet rizikivosti podle kalkulačky Scorecard podnikových dluhopisů vydané MinFin – podle těchto faktorů MinFin rozlišuje pět kategorií emitentů (bez ratingu) podle rizikivosti investice do jejich dluhopisů. Podle vypočtených hodnot posoudit rizikovost emitenta a investice.

Prověření fyzických osob ovládajících právnickou osobu emitenta:

- Zveřejněná adresa a kontakty osob (například pokud neexistují žádné kontakty na osoby, jejich adresa je adresou na městském úřadě, místě, kde sídlí další stovky jiných společností či osob, nebo v odlehlých místech jako zřícenina v polích nebo zahrádkářská kolonie).
- Informace o podnikání v minulosti (je emitent první, nově založenou společností, ve které ovládající osoba působí, nebo má již zkušenosti s podnikáním v jiných společnostech).
- Finanční informace o ovládající osobě (má finanční problémy, které by indikovaly výskyt zápisů v rejstříku exekucí, osobní insolvence nebo působila ve firmách, které skončily v konkurzu, vlastní tato osoba nějaké nemovitosti).
- Indicie o působení v jiných společnostech, které rovněž emitovaly dluhopisy, a u kterých hrozí riziko jejich nesplacení, případně již nesplácejí.
- Vazby ovládající osoby na osoby, které působí v distribučních kanálech, které propagují a prodávají dluhopisy emitenta (například propojení na osoby z internetových tržišť a internetových stránek zaměřených na prodej dluhopisů).
- Indicie o problematické minulosti cílových osob v minulosti v médiích (zmínky o skandálech, kauzách, nekalém a neetickém jednání osob).
- Posouzení transparentnosti osoby a dostupnosti informací o její historii a jejím podnikání (je možné najít vůbec nějaké informace o osobě?).

Prověření emise

- Identifikace rizika v emisních podmínkách – emitent může vydat dluhopis, pouze pokud nejpozději v den emise zveřejní emisní podmínky. V nich jsou základní informace o emitentovi a podmínkách emise dluhopisů, tj. podmínkách půjčení prostředků a jejich vrácení. Mezi rizikové podmínky patří například:
- Ověření likvidity dluhopisů – jak rychle a za jakých dalších podmínek je bude možné v budoucnosti prodat, případně zda emitent neumožňuje splacení dluhopisů předčasně.
- Ověření snížení výnosnosti dluhopisů – například když emitent stanovil výjimky ve výplatě pravidelných kuponů.
- Ověření pořadí věřitele – když jsou dluhopisy podřízeným dluhem, pořadí uspokojení pohledávek držitelů dluhopisů v případě konkurzu emitenta je na posledním místě.
- Prověření reálnosti účelu využití investice v prospektu dluhopisové emise – prospekt je základní informační dokument vytvořený pro investory. Měl by být schválen Českou národní bankou.
- Z materiálu by mělo být zřejmé, proč emitent prostředky chce získat a jak je plánuje využít. Pokud emitent není transparentní a neposkytuje informace, a proto není možné byznys model a jeho funkčnost ověřit, jedná se o významný rizikový indikátor.
- Pokud je účelem refinancování již vydaného dluhopisu s menší emitovanou částkou, a to zejména před jeho splatností, jedná se o rizikový příznak, poukazující na neschopnost emitenta splatit nominál původní emise svým věřitelům a oddálit tak její splacení v čase.
- Ověření, zda emise má přidělené číslo ISIN a její registrace dluhopisu u Centrálního depozitáře cenných papírů – dluhopis musí mít přidělenou identifikaci příslušné emise, tzv. číslo ISIN. Podle tohoto čísla je následně možné dohledat základní informace o dluhopisu.
- Ověření, zda existuje prohlášení o zajištění dluhopisu – posouzení osoby poskytující zajištění splacení dluhopisu – zda se jedná o samotného emitenta, nebo třetí osobu (např. banka). Ověřte, zda je tato osoba spřízněna s emitentem. Pokud ano nebo pokud je zajištěn dluhopis pouze emitentem, dluhopis fakticky zajištěný není.
- Posouzení reálnosti nabízené nepřiměřeně vysoké úrokové sazby – s rostoucí výší úroku roste rovněž míra rizika. Významně vysoký úrok může signalizovat nejenom vysokou míru rizika, ale rovněž potenciální podvodný záměr, vzhledem k tomu, že takováto návratnost investice může být velmi nepravděpodobná. Vhodné je důkladně se zamyslet nad významem dvou přísloví: „There ain't no such thing as a free lunch“ (oběd zadarmo neexistuje) a „Too good to be true“ (příliš dobré na to, aby to bylo skutečné).
- Posouzení garance budoucích výnosů – pokud emitent, nebo třetí strana pro emitenta, slibuje v souvislosti s investováním do dluhopisů jakoukoliv garanci budoucích výnosů, jedná se o nesplnitelný slib, před kterým by měl investor zpozornět.

Prověření prodejce emise

- Stejně jako v předchozích odstavcích je vhodné rovněž prověřit pozadí, důvěryhodnost, vazby a integritu prodejce dluhopisů.
- Zjistit, jaké produkty a služby může prodejce poskytovat a zda je držitelem potřebných licencí a povolení.
- Posouzení PR a marketingových aktivit prodejce a prodejních kanálů v médiích.
- Posouzení, jakým prodejním kanálem je dluhopis prodáván – prodej dluhopisu přes zavedenou společnost z investičního prostředí je méně rizikový než prodej přes internetové tržiště, které deklaruje, že za prodej nenese žádnou odpovědnost.

Posouzení interní situace a rozhodování o investici

- Do dluhopisů neinvestujte veškeré své finanční prostředky. Vždy si ponechte takovou finanční rezervu, která vám případný výpadek příjmů dokáže pokrýt minimálně na dalšího půl roku.
- Diverzifikujte své portfolio – omezte riziko vytvořením diverzifikovaného portfolia, tj. nekládejte všechny své prostředky či jejich převážnou většinu do jedné investice. Dospějete-li k závěru, že skutečně chcete vložit své peníze do dluhopisu, investujte pouze malou část svých prostředků. Snížíte tak riziko, že vás případná ztráta připraví o všechno.
- Pokud jste identifikovali několik indicií zvýšeného rizika, rozhodněte se raději pro konzervativnější způsob uložení volných prostředků.
- Každá investice by měla být uskutečněna po zralé úvaze, a to pouze tehdy, pokud investor porozuměl všem rizikům, která s sebou transakce či investice přináší, a je ochoten je akceptovat.
- Nerozhodujte o investici pod vlivem alkoholu nebo omamných látek.
- Berte na vědomí, že investice do podnikových dluhopisů není pojištěna – v případě nesplacení jistiny či úroků (kuponů) se nelze obracet na garanční systém finančního trhu.
- Vyhodnoťte, zda je daná investice právě pro vás vhodná – před učiněním investičního rozhodnutí vždy pečlivě zvažte, zda máte dostatek informací, abyste vhodnost investice mohli kvalifikovaně posoudit.
- Berte na vědomí, že minulé vysoké vyplacené výnosy negarantují výplatu do budoucna.
- Jsou-li výsledky natolik úchvatné, že se nezdají být pravdivé, pak v reálu půjde o podvod. Vysoký výnos není bez rizika v normálním světě možný, případně je velmi raritní.
- Prezentace emitenta v médiích má na skutečnost schopnosti budoucích výplat pramalý vliv. Frekvence výskytu v médiích nezvyšuje skutečnou důvěryhodnost emitenta, jde pouze o PR.
- Vzdělávejte se v oblasti investic, očekávaných a reálně dosažitelných výnosů, o kapitálovém trhu a o podnikových financích.
- Nejde jen o nevyplacený kupon – pokud se emitent dluhopisů dostane do finančních problémů, může dojít nejen k nevyplacení kuponů, ale i k nesplacení investované částky (jistiny).
- Vyplňte investiční dotazník, který je s emisí dluhopisů spojen – z odpovědí a z obsahu dokumentu zjistíte informace o svém postoji k rizikovosti celé investice.



Surveillance