

UPOZORNĚNÍ

Tato osnova je určena výhradně pro studijní účely posluchačů předmětu Obchodní právo v případových studiích přednášeném na Právnické fakultě Univerzity Karlovy v Praze a má sloužit pro jejich základní orientaci v dané problematice. Tato osnova nemůže být použita žádnou další osobou či za jiným účelem bez písemného souhlasu autora. Závěry a tvrzení, které se mohou objevit v této osnově nepředstavují žádná doporučení uskutečnit či neuskutečnit jakékoliv konkrétní faktické či právní kroky.

DLUHOVÉ CENNÉ PAPIŘY – BONDY (osnova)

1. Dluhové cenné papíry

1.1 Pojem.

Dluhové cenné papíry v sobě ztělesňují pohledávku, jejich vlastníka (a tomu odpovídající závazek zpravidla jejich emitenta) na zaplacení určité dlužné částky. Je možné je vymezit proti:

- účastnickým cenným papíry: na rozdíl od dluhových cenných papírů v sobě ztělesňují právo podílet se na řízení emitující právnické společnosti; částka, za kterou jsou pořízeny, typicky není uplatnitelná vůči společnosti (tj. neztělesňuje pohledávku uplatnitelnou proti emitentovi proti předložení cenného papíru),
- úvěru: který je na rozdíl od dluhových cenných papírů dojednáván na bilaterální bázi konkrétní věřitel a konkrétní dlužník (x dluhopis, u něhož v zásadě existuje určitá „anonymita“ věřitelů); podmínky pro dlužníka bývají zpravidla mnohem více svazující než podmínky dluhových cenných papírů (v případě úvěru je však snadnější získat od věřitelů waiver/výjimku než v případě dluhových cenných papírů); na rozdíl od úvěru, ve vztahu k dluhovým cenným papírům obvykle existuje trh (viz. čl. 1.2 níže).

1.2 Trhy s dluhovými cennými papíry.

Dělení:

domácí x mezinárodní (eurobondy)

veřejná nabídka x private placement (dělení s ohledem na investory, význam z hlediska související regulace)

mezinárodní emise x zahraniční emise x domácí emise

primární x sekundární trh (primární emise x obchodování na sekundárním trhu)

1.3 Příklady dluhových cenných papírů.

V zahraniční terminologii (x české viz. čl. 1.3 níže) existuje rozsáhlá terminologie dluhových cenných papírů. Příkladem lze uvést:

Bond – dluhový cenný papír s dobou splatnosti 3+ let

Note – bond se splatností > 3 roky

FRN (Floating Rate Note) – bond (bez ohledu na jeho dobu splatnosti), jehož výnos je představován pohyblivou úrokovou mírou

Bills – dluhový cenný papír s krátkou dobou splatnosti vydávaný ze strany vlády (veřejné instituce)

Debentures – dluhové cenné papíry zajištěné souborem aktiv

Loan Stock – cenné papíry s krátkou dobou splatnosti, jež jsou vykupitelné, atd.

1.4 Úprava podle českého práva - dluhopisy.

České právo zná pouze jeden typ zastupitelného cenného papíru – dluhopis. Úprava je obsažena v zákoně č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů („**ZoD**“).

Definice byla novelizována za účelem zvýšení její flexibility – „Dluhopis je zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit.“ (§2 odst. 1 ZoD)

Pro to, aby byl nějaký cenný papír hodnocen jako dluhopis, není z pohledu českého práva rozhodný např. způsob stanovení výnosu atd.

ZoD se aplikuje na dluhopisy vydané v ČR bez ohledu na osobu emitenta (tj. zda je to česká či zahraniční osoba). Dluhopisem vydávaným v České republice se pak rozumí dluhopis, který je v listinné podobě předán nebo v zaknihované podobě zapsán v evidenci podle právního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu na účet prvnímu nabyvateli v České republice.

Vydaný dluhopis v ČR podléhá regulaci ze strany České Národní Banky, která schvaluje emisní podmínky dluhopisu, popř. prospekt, jsou-li emisní podmínky dluhopisu jeho součástí v souladu s ZPKT.

2. **Vydávání dluhových cenných papírů**

2.1 Osoby zúčastněné na emisi.

a) Emitent

Identita emitenta je klíčový faktor ve vztahu k emisi. V případě nezajištěných emisí představuje finanční pozice emitenta základní ujištění toho, že dluhové cenné papíry budou splaceny. Investoři se vždy zajímají o „default risk“ (riziko, že dojde k porušení) – čím vyšší je toto riziko, tím vyšší by měl být v principu výnosu dluhového CP.

b) Osoby poskytující zajištění (structural enhancer) – fakultativní účast

Může jít např. o ručitele, protistrany swapu, nadnárodní instituce poskytující zajištění, osoby poskytující zajištění formou akreditivu atd.

c) Investoři

Např. pojišťovací instituce, fondy (penzijní, equity atd.), banky (investiční, komerční ..)

Právní řády zpravidla rozlišují mezi profesionálními investory (viz pojem kvalifikovaného investora dle § 34 odst. 2 d) ZPKT) a retailovými investory. Pokud

jsou cenné papíry určeny retailovým investorům, podléhá emise v principu vyšší míře regulace.

d) Další osoby zúčastněné na procesu nabídky dluhových CP

Vedoucí manažer a aranžér emise – osoba, jež je pověřena emitentem k tomu, aby zaranžovala emisi. Může jednat z pozice underwritera, tj. upisovatele (bere emisi či její část do vlastních knih a může následně rozprodat) a nebo pouze vyvinout úsilí k rozprodání emise mezi investory.

Emise může mít i několik manažerů (mohou fungovat i jako upisovatelé emise).

Fiscal Agent (administrátor emise) x Trustee

Fiscal Agent či administrátor emise je osoba jmenovaná emitentem na základě smluvního vztahu. Nejde o zástupce vlastníků vydaných dluhových CP, kterým ani není povinován výkonem „řádné péče“. Jeho povinnosti zahrnují: (i) povinnosti platební – výplatu jistiny a úroků vlastníkům dluhových CP, a (ii) povinnosti administrativní: zveřejňování oznámení v souvislosti s emisí, úschova dokumentů pro účely inspekce ze strany vlastníků dluhových CP.

Trustee

Jurisdikcí, které znají institut trustu, může být osoba Administrátora nahrazenou osobou Trustee. I Trustee je jmenován emitentem na základě příslušného Trust Deed. Funguje ale jako zástupce vlastníků dluhových CP a hájí jejich zájmy, uplatňuje a vymáhá jejich práva. Má povinnost výkonu „řádné péče“ vůči vlastníkům dluhových cenných papírů. Vykonává administrativní funkce spojené s emisí (zveřejňování oznámení vlastníkům dluhových CP, úschova dokumentů k inspekci, svolávání schůzí vlastníků dluhových CP atd.).

e) Osoby schvalující emisi

Dle jurisdikce

- příslušný regulační orgán (v případě ČR pak ČNB),
- orgány regulovaného trhu, kdy by měly být CP kótovány, atd.

f) Vypořádací systémy

Systémy, jež zajišťují obchodování s (převody) příslušnými dluhovými CP – Clearstream, Euroclear, v případě ČR např. UNIVYC a v jistém smyslu i SCP.

g) Ratingové agentury

Ratingové agentury (Standard and Poors, Moody's Investor Services, Fitch IBCA, Duff & Phelps). Tyto agentury vydávají stanovisko ohledně “credit risk” emise (tj. ohledně rizika, že dojde k porušení platebních povinností z CP).

2.2 Fáze emise dluhových CP.

a) Pre-launch

- b) Launch
- c) Signing
- d) Closing
- e) Post Closing

ad a) Pre-launch

Uzavření mandátu mezi emitentem a vedoucím manažerem/aranžérem. Vytvoření skupiny manažerů/upisovatelů, příprava „invitation telex“.

ad b) Launch

Nastavení ceny/ vydání „invitation telex“.

ad c) Signing

Schválení prospektu (offering circular) a jeho zveřejnění, podpis smlouvy o úpisu dluhových cenných papírů.

ad d) Closing

Vydání dluhových cenných papírů.

Bookbuilding – proces mezi fází Launch a Signing – „sestavení knihy“ zájemců o dluhový CP, proces důležitý pro stanovení ceny nebo rozmezí, ve kterém se cena bude pohybovat.

2.3 Dokumentace.

a) Mandátní smlouva – uzavřena mezi emitentem a aranžérem/vedoucím manažerem/manažery emise – stanoví povinnosti aranžéra/manažera směřující k zajištění vydání CP (může fungovat i jako upisovatel emise nebo její části), úhradu za tuto činnost

b) Prospekt (offering circular) – dokument připravovaný emitentem, který nese odpovědnost za jeho obsah (obsah v praxi podléhá připomínkám aranžéra/vedoucího manažera)

Požadavky na obsah prospektu jsou pro jednotlivé typy cenných papírů stanoveny v rámci EU Nařízením Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů (dále jen „**Nařízení**“).

Z hlediska emise dluhových cenných papírů může být příslušný orgán ke schválení prospektu jak orgán dohledu členského státu EU, ve kterém je umístěno sídlo emitenta, tak orgán dohledu členského státu EU, ve kterém mají být dotčené dluhové cenné papíry kótovány na regulovaném trhu (dle volby emitenta).

Z hlediska práva ČR musí prospekt odpovídat požadavkům uvedeným v § 36 a násl. ZPKT a Nařízení. Součástí prospektu jsou i emisní podmínky dluhopisu, jejichž obsah se řídí ZoD.

c) Smlouva o úpisu – měla by ošetřit následující základní rizika upisovatelů:

- existence negativních skutečností týkajících se emitenta nebo emitovaných dluhových CP, který nebyly řádně odhaleny v prospektu,
- došlo k negativní změně (finančních či jiných) podmínek na straně emitenta,
- nastaly jiné negativní změny, jež se přímo netýkají emitenta, mají vliv na „rizika“ spojená s emisí (obecné skutečnosti ekonomické, politické či finanční povahy).

Způsob ošetření rizik upisovatelů:

- záruky a ujištění emitenta ve smlouvě o úpisu,
- Legal Opinion (právní stanovisko) právních zástupců ve věci platnosti a účinnosti emise a právní vymahatelnosti pohledávek z emitovaných cenných papírů,
- dopis auditorů emitenta (dokládající absenci negativních změn od poslední, v prospektu, uvedené účetní závěrky).

Typickou součástí smlouvy o úpisu bývá i:

- indemnita ve prospěch manažerů emise,
- možnost manažerů ukončit smlouvu v případě porušení záruk či ujištění emitenta uvedených ve smlouvě,
- klauzule „force majeure“ (vyšší moc) – pokrývající ve prospěch manažerů možnou negativní změnu tržních podmínek, atd.,
- odkládací podmínky úpisu: zejména uspokojivý dopis auditorů emitenta, Legal Opinion a absence snížení ratingu emitenta, atd.,
- selling restrikce (omezení dalších prodejů – zejména ve vztahu k US osobám),
- ujednání o možnosti stabilizace ceny cenného papíru, atd.