

Rizikové podnikové dluhopisy v České republice

Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových dluhopisů vydaných v České republice v letech 2013 až 2023

O NÁS

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

Surveillance se specializuje zejména na forenzní vyšetřování tunelování společností, dohledávání vyvedeného majetku a rozkrývání a prokazování hospodářské kriminality managementu a vlastníků firem. K dalším službám patří například podpora klientů v obchodních sporech, zpracovávání investigativních zpráv o integritě a pověsti subjektů nebo vyhledávání propojení mezi firmami a jednotlivci.

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 Český institut 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. Jan Kvasnička, Ing. Filip Volavka, Ing. Pavla Chaloupka
Tým autorů ze Surveillance, s.r.o.

OBSAH

O nás	2
Obsah	3
Úvodem	4
Poděkování	5
Závěry studie	6
Studie	8
Problematika podnikových dluhopisů	9
Velikost trhu podnikových dluhopisů	11
Statistiky emitentů v úpadku a insolvenčním řízení	18
Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů	28
Příklady nových rizikových emitentů od srpna 2022 do listopadu 2023	34
Doporučení pro věřitele a investory	43
Rizikové indikátory	47

ÚVODEM

Tato studie, která se dostává české odborné veřejnosti do rukou, vnáší vhléd do temného zákoutí českého investičního trhu vysoce rizikových investičních produktů, podnikových dluhopisů. I když jsou podnikové dluhopisy naprosto standardní investiční nástroje, z hlediska rizika jsou to spíše vysoce rizikové investice, vhodné pro investory, kteří již mají s investováním dostatečné zkušenosti.

S ohledem na prudký nárůst objemu emitovaných podnikových dluhopisů v posledních letech, na pravidelně medializované případy jejich podvodného jednání, a zejména na narůstající počet významných emitentů v insolventi, bylo cílem studie vytvořit komplexní obraz nejen o problematice trhu podnikových dluhopisů, ale rovněž o temné straně jejich emitentů.

Naším záměrem bylo umožnit široké veřejnosti získat povědomí o vzniklém problému vyplývajícím z prodeje vysoce rizikových investičních produktů v prostředí slabé regulace, chamtivosti a nedostatečné finanční gramotnosti běžných investorů, bezskrupulózního jednání prodejců toxických dluhopisů a upozornit na rizika investic do těchto produktů.

Naší ambicí je, aby měli čtenáři díky této studii povědomí o hrozbách, podvodech a nekalém jednání vyplývajícím z nabídky podnikových dluhopisů určitými skupinami emitentů. Aby byli schopni takové jednání v budoucnosti očekávat, včas rozpoznat a vyvarovat se neuvážených kroků při dalších investičních aktivitách.

Studie navazuje na publikaci **„Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových podlimitních dluhopisů v České republice vydaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 8. 2022“**, kterou jsme vydali v říjnu 2022 a která podrobně popisovala trh dluhopisů, úpadků a nekalého jednání emitentů k 31. 8. 2022 a položila ještě podrobnější základ našeho šetření a zjištění. Vzhledem k významnému mediálnímu využití našich informací a závěrů jsme tak přistoupili k aktualizaci dat, informací a závěrů od 1. 9. 2022 až do 31. 12. 2023 a uvedli je v tomto druhém vydání naší studie.

Zpracovali jsme a důkladně prověřili data z otevřených zdrojů a od třetích stran (např. poskytnutých Centrálním depozitářem cenných papírů, a.s.). Po zpracování získaných dat jsme připravili přehledy o velikosti trhu podlimitních a nadlimitních emisí dluhopisů a popsali vývoj trhu v ČR. Popsali jsme prostředí dluhopisových regulací, úpadky jednotlivých emitentů a identifikovali jsme rizikové emitenty, kteří byli v médiích zmiňováni ve spojitosti s možným nekalým jednáním. Detailně jsme prozkoumali medializované případy emitentů, kteří skončili v úpadku, a stručně jsme popsali jejich příběhy.

Vzhledem k našim zkušenostem v oblasti vyšetřování dlužníků v insolventi 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. 12. 2023 a na které byl ve stejném období podán insolvenční návrh nebo návrh na moratorium. Počet zjištěných emitentů v insolventi tak vychází pouze z námi identifikovaných veřejných zdrojů informací o emisích a databázích. Upozorňujeme na to, že naše výsledky mohou být neúplné vzhledem k neexistenci jednoho centrálního zdroje či evidence dluhopisových emisí (zejména podlimitních emisí před rokem 2020).

Ján Lalka, Managing Director Surveillance, s.r.o.

PODĚKOVÁNÍ

Rádi bychom srdečně poděkovali Martinu Dočekalovi z Dluhopisář.cz a týmu z Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s. za poskytnutí datových zdrojů a za doplnění našich doporučení pro investory a věřitele.

ZÁVĚRY STUDIE

Tato studie „Rizikové podnikové dluhopisy v České republice: Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových dluhopisů vydaných v České republice v letech 2013 až 2023“ navazuje na její první vydání z října 2022. Primárním účelem studie bylo popsat vývoj trhu s podnikovými dluhopisy a úpadky emitentů v ČR od vydání první studie v říjnu 2022 do konce prosince 2023. Díky nově využitým zdrojům dat však toto druhé vydání poskytuje přesnější a kompletnější analýzu dluhopisového trhu za celé sledované období. Základní zjištění vyplývající z analýzy podnikových dluhopisů v České republice vydaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 jsou následující:

Velikost trhu podnikových dluhopisů:

- Od roku 2012, kdy Česká národní banka spolu s ministerstvem financí ČR rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů, zažil kapitálový trh v České republice velký rozmach emitovaných podnikových dluhopisů. Nejvýznamnější nárůst lze pozorovat u tzv. podlimitních dluhopisů do 1 milionu eur.
- V roce 2023 emitovaly společnosti dluhopisy v souhrnné výši 96,2 mld. Kč (z toho 88,1 mld. Kč nadlimitních a 8,1 mld. Kč podlimitních emisí), tedy nejvíce od začátku sledovaného období (v roce 2013).
- V roce 2023 bylo emitováno 1 019 emisí podnikových dluhopisů, z toho 511 nadlimitních a 508 podlimitních. Prudký nárůst počtu emisí, který probíhal až do roku 2022 (ve kterém bylo vydáno celkem 1 009 emisí), se tak v roce 2023 zastavil.
- V posledních dvou letech vzrostl podíl objemu podlimitních dluhopisů na celkovém objemu emitovaných dluhopisů. Zatímco v období od 2013 do 2021 představovaly podlimitní dluhopisy 4,9 % z celkové částky emitovaných dluhopisů, v období od 2022 do 2023 to bylo již 9,1 % z celkové částky dluhopisů.
- Ve sledovaném období let 2013 až 2023 bylo emitováno celkem 4 886 emisí podnikových dluhopisů v souhrnné výši 634,0 mld. Kč, které byly vydány 1 623 emitenty, z toho:
 - 2 523 nadlimitních emisí ve výši 594,9 mld. Kč (93,8 % z celkové částky emitovaných dluhopisů), průměrná částka emise ve výši 235,8 mil. Kč,
 - 2 363 podlimitních emisí ve výši 39,2 mld. Kč (6,2 % z celkové částky emitovaných dluhopisů), průměrná částka emise ve výši 16,6 mil. Kč.
- Na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise. Až 45 % z celkového počtu emitovaných podnikových dluhopisů bylo vydáno se splatností do tří let (z toho 7 % bylo splatných do jednoho roku) a 36 % z celkového počtu dluhopisů se splatnosti tři až pět let. Pouze 12 % z celkového počtu dluhopisů bylo emitováno na období delší než pět let.
- Ve sledovaném období nabízely podlimitní emise v průměru o 0,9 p. b. vyšší roční úrokovou sazbu (8,2 %) než emise nadlimitní (7,3 %). V letech 2021 až 2023 došlo k prudkému růstu průměrné úrokové sazby o 3,4 p. b. ze 6,7 % v roce 2021 na 10,1 % v roce 2023.

Statistiky emitentů podnikových dluhopisů v insolventi:

- Celkem skončilo v insolventi 125 emitentů, kteří vydali emise v souhrnné výši 19,24 mld. Kč.
- Celkem 50 emitentů v insolventi vydalo nadlimitní emise v souhrnné výši 17,31 mld. Kč, 75 emitentů v insolventi vydalo podlimitní emise v souhrnné výši 1,93 mld. Kč.
- V insolventi skončil v průměru každý třináctý emitent (7,7 %), který vydal dluhopisy v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023. Podíl emitentů, kteří skončili v insolventi je u podlimitních (7,6 %) a nadlimitních (7,8 %) emitentů zhruba stejný. Avšak podlimitní emise končily v insolventi častěji než emise nadlimitní. V insolventi skončilo 7,2 % podlimitních emisí a 6,0 % nadlimitních emisí vydaných od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 emitenty, se kterými bylo do 31. 12. 2023 zahájeno insolvenční řízení.
- Problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina emitentů v úpadku skončila v insolventi do tří let po první emisi svých dluhopisů (jedna čtvrtina pak skončila do dvou let). Celkem 10 emitentů skončilo v insolventi do jednoho roku po emisi dluhopisů, 19 emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších 28 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 jeden rok a méně jak čtyři roky existovala pětina emitentů v insolvenční. Třetina emitentů skončila v insolvenční ve věku vyšším než 10 let.
- Až polovina emitentů vůbec nepublikovala své finanční výkazy ve sbírce listin za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů. Do jednoho roku před emisí publikovala necelá pětina emitentů, do dvou let roku od data emise další 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.
- Vyšší nabízený úrok je spojen s vyšším rizikem platební neschopnosti emitenta. Emitenti, kteří později skončili v insolvenční nabízeli o 0,11 p. b. až 1,2 p. b. vyšší pevnou úrokovou sazbu než ostatní emitenti.
- Emise podlimitních podnikových dluhopisů je spojena s vysokými náklady – až třetina získané částky z emise dluhopisů v prvním roce není využita na investiční záměr, ale je spotřebována na administraci emise a úrokové závazky emitenta.

Temná zóna emitentů podnikových 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 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 závazků (úroků nebo nominálu investic) za předešlými investory. Tento systém však funguje pouze do té doby, dokud přicházejí noví investoři, kteří vkládají nové prostředky. Když už emitentovi nezbydou žádné peníze na vyplácení závazků, zkrachuje.
 - 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 důvěřivých investorů podvodným způsobem, následně prostředky rychle vyvést do rukou ovládajících osob emitenta a společnosti jako prázdné skořápky zlikvidovat v insolvenčním řízení.
 - Zkreslování informací o hospodaření a skutečné osobě 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.
 - Nafukování hodnoty majetku emitenta – emitent nadhodnocoval svůj majetek, aby vypadal před investory stabilněji, než byl ve skutečnosti. Rovněž na základě zkreslené hodnoty majetku mohl získávat nové financování a dále se zadlužovat.
 - Tunelování majetku úpadce – vyvádění prostředků z majetku úpadce jejími ovládající osobami. Identifikovali jsme desítky schémat vyvádění majetku ze společností emitentů krátce po získání prostředků z emise, případně v období, kdy se emitent dostal do úpadkového stavu.

Doporučení k prevenci:

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. Na základě našich zkušeností v oblasti prověřování fyzických a právnických osob jsme pro potenciální investory připravili několik desítek doporučení na obranu a prevenci před podvodníky z řad emitentů. Celý seznam doporučení je uveden v kapitole „Doporučení pro věřitele a investory“.

PROBLEMATIKA A VELIKOST TRHU PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

Problematika podnikových dluhopisů

Podnikové dluhopisy¹ jsou naprosto standardním nástrojem pro zajištění financování emitenta. Jak v České republice, tak i v zahraničí, jsou hromadně využívány. Podnikové dluhopisy jsou často emitovány pro cílené financování konkrétních projektů, jejichž výnosy budou v budoucnu sloužit jako zdroj pro výplatu úroků z dluhopisů a splátku jejich jistiny. Podnikové dluhopisy jsou zajímavé tím, že poskytují 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 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. Jak je zřejmé z této publikace, podnikové dluhopisy emitovaly různorodé obchodní korporace, často účelově založené, s velmi krátkou existencí, bez zkušeností, finanční výkonnosti nebo bez reputace. Podnikové dluhopisy jsou tak vysoce rizikové investice, vhodné zejména pro investory, kteří již mají s investováním dostatečné zkušenosti.

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 nezkušeným investorům.

Kapitálový trh v České republice zažil za posledních deset let prudký rozmach emitovaných podnikových dluhopisů. 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 (24,5 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.

Základní normou právního rámce pro vydávání podnikových dluhopisů je zákon o dluhopisech², 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.

Od novely zákona o dluhopisech platné od května 2020 musí mít každý dluhopis (včetně podlimitních emisí) přidělen 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).

¹ 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“.

² Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

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 nařízení³ o prospektu, který je obecně emitent povinen vyhotovit, pokud se nejedná o podlimitní emisi definovanou výše v textu⁴. 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).

S nárůstem emisí podnikových dluhopisů úzce souvisí několik významných rizik zejména pro investory do těchto finančních produktů. Mezi nejvýznamnější patří **kreditní riziko**, tj. riziko nesplacení vložených investic do emisí dluhopisů, které je však pouze jedním 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 emitentů v úpadku, které jsme v této zprávě podrobně prozkoumali, významným rizikem investic do vysoce úročených podnikových dluhopisů je **riziko podvodného jednání** emitentů.

Vzhledem k informační asymetrii v průběhu života emise nebývají podvody dlouho odhaleny a plně se jejich dopad projeví až v okamžiku, kdy emitent přestane vyplácet slíbené úroky a nominál, případně až když emitent skončí v insolvenční. Rozsah a dopad výše uvedených rizik, jež mají vliv na nárůst úpadků emitentů, vzniku podvodů a manipulací u emisí rizikových podnikových dluhopisů, jsme se pokusili prozkoumat a popsat v části „Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů“.

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). 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. Rovněž prodejci, kteří se prezentují jako renomovaní investiční experti, a kteří jsou motivováni vysokými provizemi v řádu vyšších jednotek procent z celkové hodnoty investice, cíleně uvádějí v omyl nezkušené a důvěřivé investory. Vysoce rizikové dluhopisy nevykonných či nově založených společností tak prezentují jako rádoby bezpečné investice, přičemž jejich lži běžní investoři nedokáží rozpoznat. Toto účelové jednání vydrží prodejcům pouze do chvíle, kdy se emitent dostane do problémů se splácením. Následně plynule přejdou do role pouhého zprostředkovatele, který za nic nenese žádnou odpovědnost a který je sám šokován neúspěchem investice.

Z našich forenzních šetření emitentů dluhopisů v úpadku a z dostupných informací z insolvenčního rejstříku vyplývají vysoké náklady hrazené za zprostředkovatelské služby investičním zprostředkovatelům, multi-level marketingovým sítím a internetovým tržištím a platformám, které nabízejí rizikové podnikové dluhopisy. Zjistili jsme, že náklady na distribuci se pohybovaly v rozsahu 8 % až 10 % z celkové hodnoty emise. Jedná se tak o velmi vysokou částku, a to nejen z pohledu její nominální hodnoty, ale rovněž z pohledu schopnosti emitenta vydělat si na tuto částku vlastní činností. O tom, že část emitentů nebyla schopna náklady na distribuci a prodej spolu s dalšími náklady na emisi splatit ze svého podnikání, ale pouze z nových zdrojů získaných od investorů, svědčí častý výskyt Ponziho schémat.

³ 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.

⁴ Uvedené nic nemění na univerzální povinnosti emitenta zpracovat v případě emise dluhopisů tzv. emisní podmínky dle zákona o dluhopisech.

Velikost trhu podnikových dluhopisů

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 (24,5 mil. Kč, podle aktuálního kurzu). Vydání malých podlimitních emisí podnikových dluhopisů do této částky se tak stalo prakticky neregulovanou, nehlídanou a velmi rizikovou částí investičního trhu a trh těchto podlimitních, vysoce rizikových podnikových dluhopisů se tak za poslední roky nekontrolovaně rozrostl.

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.

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. V rámci této studie se nám podařilo oproti prvnímu vydání získat komplexnější data o trhu s podnikovými dluhopisy v České republice, a to mimo jiné i díky spolupráci s Centrálním depozitářem cenných papírů.

Velikost trhu podnikových dluhopisů (bez finančních institucí a státu)

Z důvodu výše zmíněné absence kvalitních informací nebo centralizované databáze emisí, výmazu části emisí z otevřených zdrojů a rovněž praxe nabídek neveřejných emisí, není možné jednoduše získat data ke všem emisím podnikových dluhopisů a jednoduše tak vyhodnotit celkový počet emisí a objem všech emitovaných dluhopisů.

Z veřejně dostupných zdrojů se nám podařilo dohledat celkem 4 886 nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v České republice v souhrnné výši 634 mld. Kč, které byly emitovány 1 623 emitenty v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023. Tato celková emitovaná částka neobsahuje dluhopisy vydané bankami, finančními institucemi, 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.

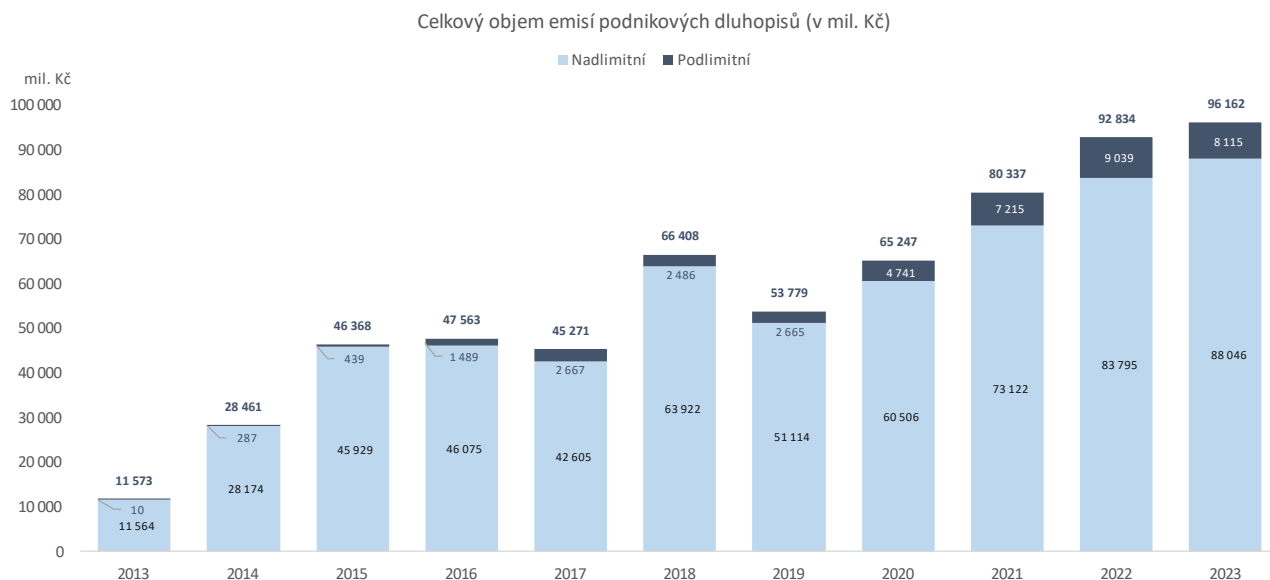
Celkový vývoj počtu a částky emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 zobrazuje následující tabulka (částky v mil. Kč):

Rok emise	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkem
Objem emise												
Nadlimitní	11 564	28 174	45 929	46 075	42 605	63 922	51 114	60 506	73 122	83 795	88 046	594 851
Podlimitní	10	287	439	1 489	2 667	2 486	2 665	4 741	7 215	9 039	8 115	39 152
Celkem	11 573	28 461	46 368	47 563	45 271	66 408	53 779	65 247	80 337	92 834	96 162	634 003
Počet emisí												
Nadlimitní	27	70	96	161	161	198	199	280	345	475	511	2 523
Podlimitní	4	19	33	99	159	142	155	288	422	534	508	2 363
Celkem	31	89	129	260	320	340	354	568	767	1 009	1 019	4 886

Z tabulky vyplývá, že emitenti nadlimitních podnikových dluhopisů emitovali celkem 2 523 emisí v souhrnné výši 594,85 mld. Kč a emitenti podlimitních podnikových dluhopisů emitovali celkem 2 363 emisí v souhrnné výši 39,15 mld. Kč. Průměrná částka emise od roku 2013 do roku 2023 byla ve výši 235,8 mil. Kč u nadlimitních emisí a 16,6 mil. Kč u podlimitních emisí.

Objem emitovaných podnikových dluhopisů

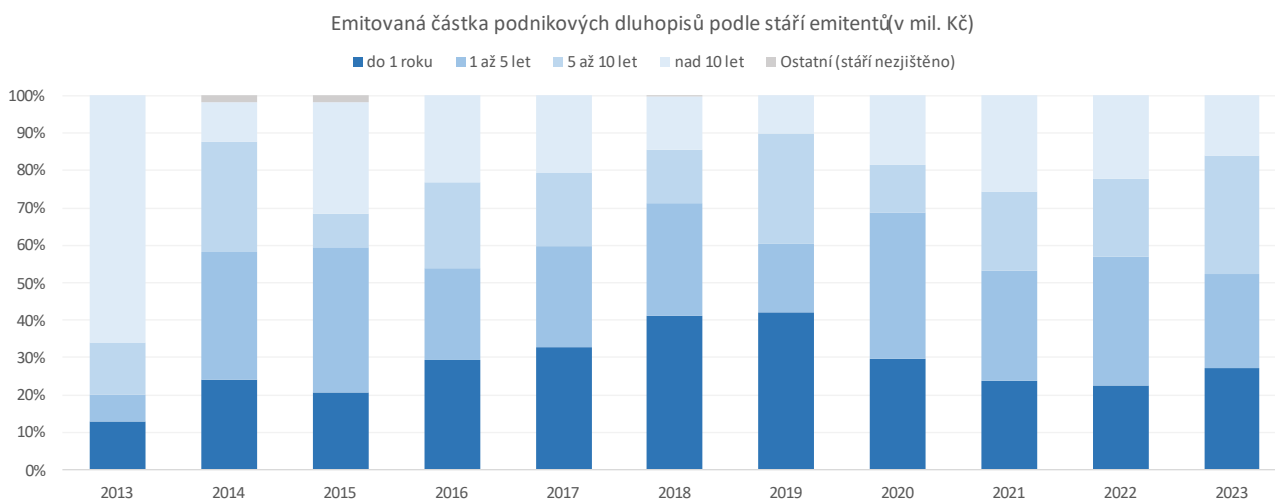
Vývoj celkové částky emitovaných nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 zobrazuje následující graf (v mil. Kč, podle roku emise):



V roce 2023 emitovaly společnosti v ČR podlimitní a nadlimitní dluhopisy ve výši 96,16 mld. Kč (z toho 88,05 mld. Kč nadlimitních a 8,12 mld. Kč podlimitních emisí), tedy nejvíce od začátku sledovaného období. V roce 2023 tak bylo emitováno o 3,33 mld. Kč více podnikových dluhopisů než v roce 2022 (92,83 mld. Kč).

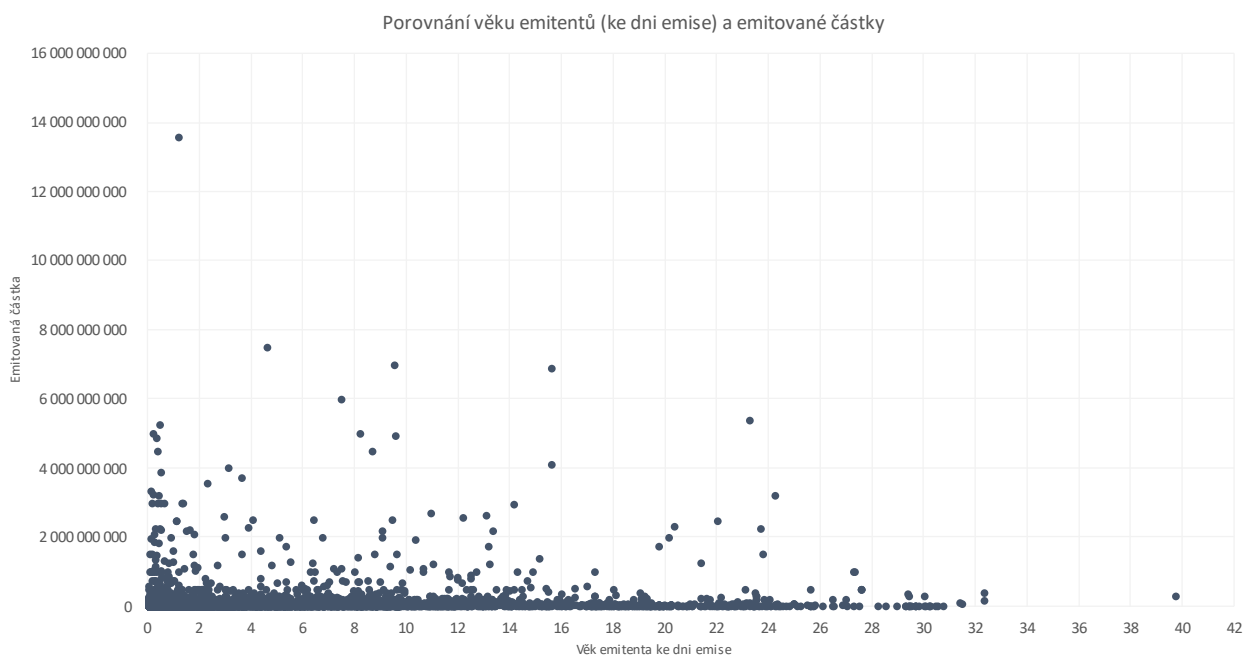
Ve srovnání s nadlimitními emisemi je částka podlimitních emisí významně nižší, celková částka podlimitních dluhopisů tvoří od roku 2013 pouze 6,2 % z celkové částky emitovaných dluhopisů. Vůči celkové emitované částce dluhopisů vzrostl podíl podlimitních dluhopisů, které považujeme za rizikovější kvůli rizikovitosti jejich emitentů, ze 4,9 % v období let 2013 až 2021 na 9,1 % v období let 2022 až 2023.

Strukturu stáří emitentů k datu emise na základě emitované částky a roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 zobrazuje následující graf (v %, podle roku emise):



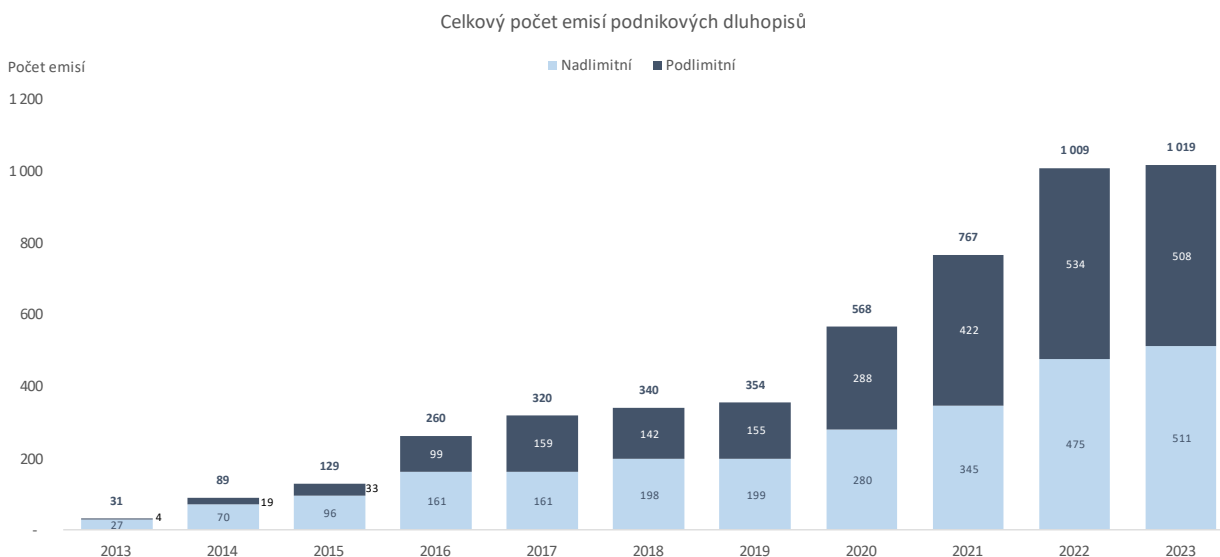
Z grafu vyplývá, že až do roku 2019 rostly nejrychleji emise dluhopisů vydaných emitenty, kteří byli zapsáni do obchodního rejstříku méně než jeden rok před datem emise. Od roku 2019 to byly zejména emitenti existující od jednoho roku do pěti let.

Porovnání stáří emitentů ke dni emise a emitované částky je zobrazeno v následujícím grafu:



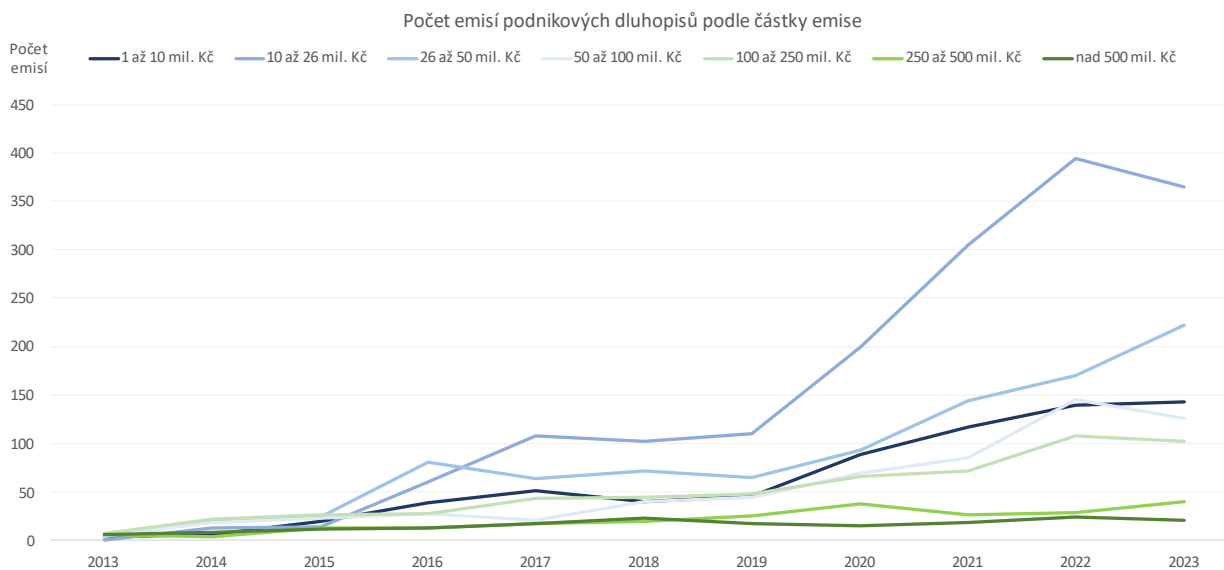
Počet emisí podnikových dluhopisů

Vývoj počtu nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů podle roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 zobrazuje následující graf:



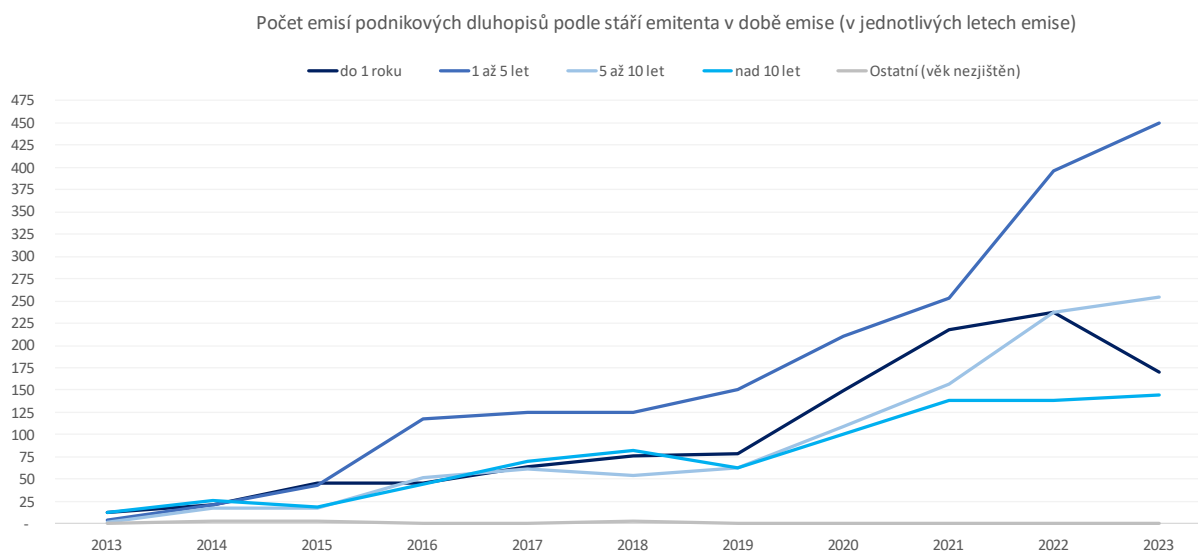
Z grafu vyplývá, že počet podlimitních i nadlimitních emisí podnikových dluhopisů roste v průběhu celého sledovaného období, a to průměrně o 42 % ročně. V roce 2023 již počet emisí spíše stagnoval, když bylo vydáno celkem 1 019 emisí, tedy pouze o 10 emisí více než v roce 2022. Od roku 2020 tvoří podlimitní emise přibližně polovinu všech emisí.

Vývoj počtu emitovaných nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů, rozčleněný podle částky emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023, zobrazuje následující graf:



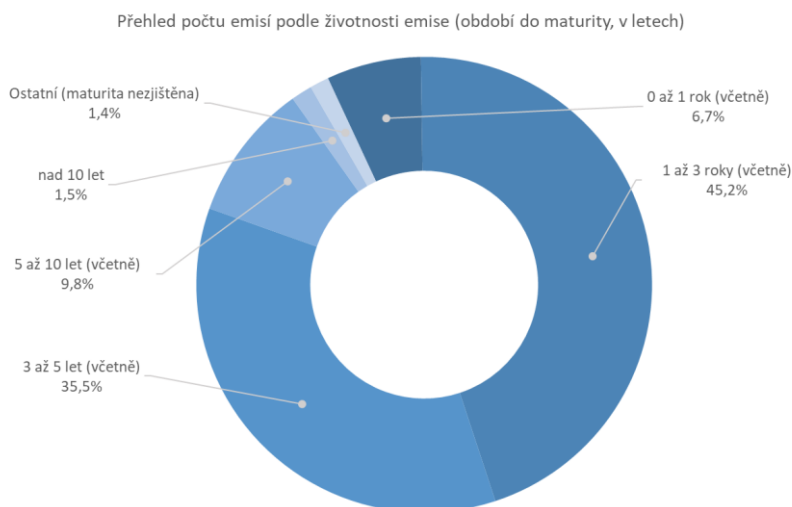
Z grafu vyplývá, že nejvyšší počet emitovaných dluhopisů byl v kategorii podlimitních emisí od 10 mil. Kč do 26 mil. Kč.

Přehled struktury stáří emitentů ke dni emise na základě emitované částky a roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 zobrazuje následující graf:



Z grafu vyplývá, že počet emitovaných dluhopisů byl nejvyšší v kategorii od jednoho roku do pěti let existence emitenta. Do roku 2022 byli druhou nejvýznamnější kategorií emitenti do jednoho roku existence, v roce 2023 se však počet emisí od těchto emitentů snížil na 170 emisí (16 %). Naopak, v roce 2023 vzrostl počet emisí emitentů existujících 5 až 10 let (255 emisí, 25 %). Z popsaného vývoje tak vyplývá, že vysoký počet emisí je pravidelně vydáván zejména novými či krátce existujícími společnostmi (do 5 let).

Přehled počtu emisí podle životnosti emise, tj. časového období od emise do splatnosti dluhopisu, v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 zobrazuje následující graf (v %):



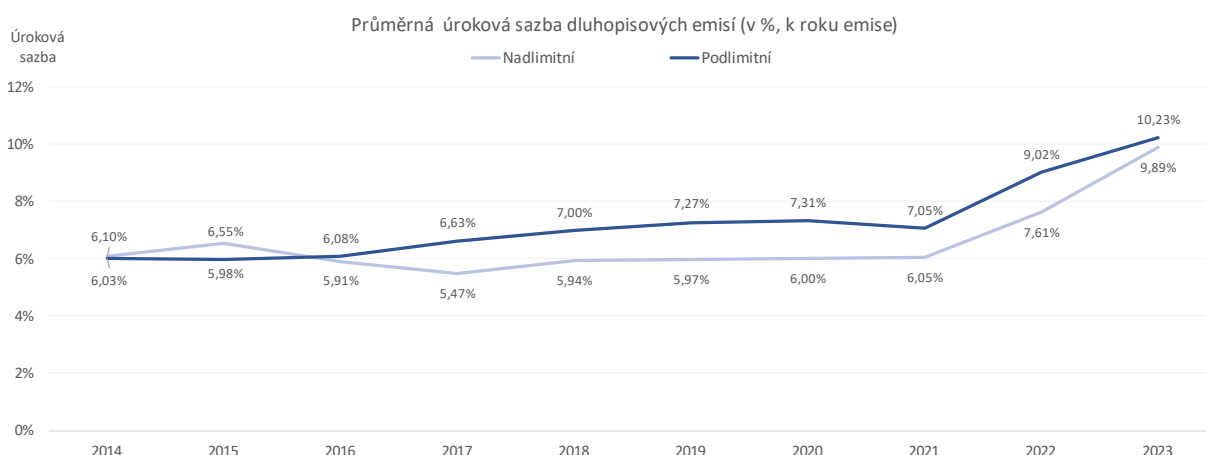
Z údajů, u kterých byla životnost uvedena (u 98,6 % emisí jsme životnost dluhopisu strojově dohledali či vypočítali jako rozdíl mezi datem emise a maturitou), případně ji bylo možné vypočítat jako rozdíl mezi datem emise a maturitou emise, vyplývá, že na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise – více než polovina (52 % z celkového počtu) emitovaných podnikových dluhopisů byla vydána na období do tří let. Pouze 11,3 % z celkového počtu dluhopisů bylo emitováno na období vyšší než pět let.

Průměrná úroková sazba

Podnikové dluhopisy jsou typicky nabízeny se třemi variantami výpočtu výnosu, a to pevnou úrokovou sazbou, variabilní úrokovou sazbou či formou diskontu. Pevná úroková sazba je nejčastější formou úročení a jedná se o předem stanovenou neměnnou sazbu. Variabilní úroková sazba se může skládat z pevné a variabilní části (např. PRIBOR, EURIBOR), případně může být stanovena různá sazba pro různá období. Dluhopisy s výnosem na bázi diskontu jsou nabízeny a prodávány pod jejich nominální hodnotou a výnosem je rozdíl mezi kupní cenou a nominální hodnotou dluhopisu.

Pro účely naší analýzy uvažujeme pouze dluhopisy úročené pevnou úrokovou sazbou, které tvoří většinu nabízených dluhopisů na trhu.

Vývoj průměrné nabízené pevné úrokové sazby dluhopisů emitovaných od 1. 1. 2014 do 31. 12. 2023 (vzhledem k nedostatečným informacím o úrokových sazbách emisí z roku 2013, uvádíme vývoj sazeb až od roku 2014), rozčleněné podle typu emise, je zobrazen v následujícím grafu (v %):



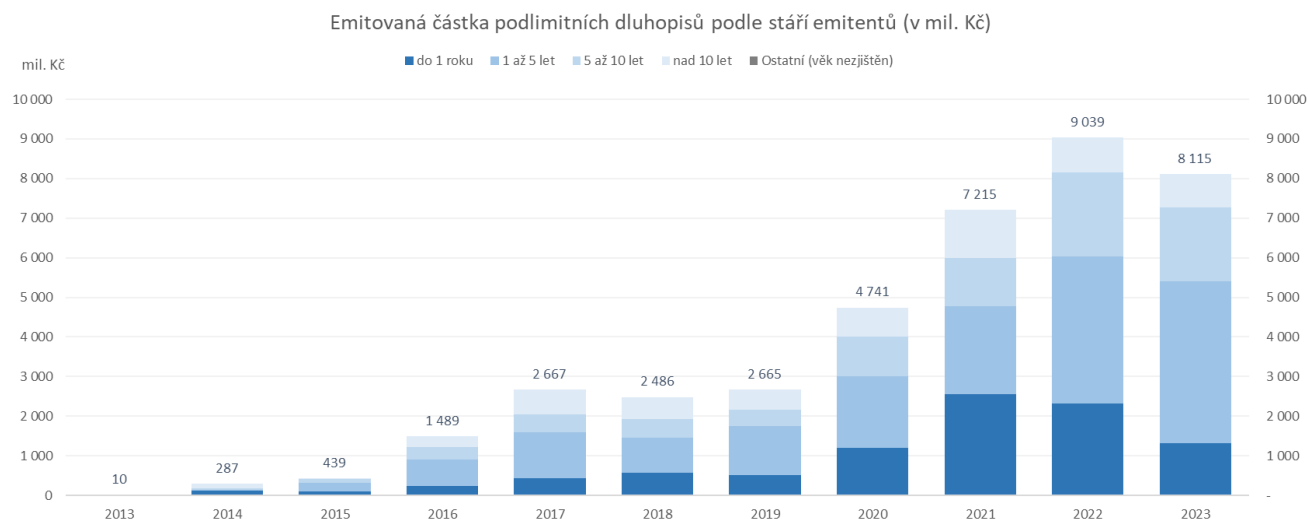
Z grafu vyplývá, že průměrné úrokové sazby podlimitních dluhopisů jsou vyšší než průměrné úrokové sazby dluhopisů nadlimitních. Průměrná úroková sazba podlimitních dluhopisů ve sledovaném období činila 8,2 % oproti průměrné sazbě nadlimitních dluhopisů ve výši 7,3 %. V letech 2022 a 2023 došlo oproti roku 2021 k výraznému nárůstu úrokové sazby ze 7,05 % na 10,23 % u podlimitních a ze 6,05 % na 9,89 % u nadlimitních dluhopisů. Tento růst sazeb dluhopisů odráží nárůst referenčních úrokových sazeb ČNB.

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.

Podle námi shromážděných informací a dat, které budou popsány v následujících částech studie, bylo od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2013 vydáno 2 363 podlimitních emisí v souhrnné částce 39,15 mld. Kč.

Vývoj emitované částky podlimitních dluhopisů od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023, rozčleněné podle stáří emitentů a roku emise, je zobrazen v následujícím grafu (v mil. Kč):



Vývoj emitované částky podlimitních dluhopisů od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023, 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	116 000 000	30 000 000	30 000 000	111 382 500	287 382 500
2015	108 601 375	208 925 000	95 000 000	26 000 000	438 526 375
2016	243 654 440	654 401 375	315 000 000	275 873 876	1 488 929 691
2017	430 500 000	1 163 585 000	448 000 000	624 725 000	2 666 810 000
2018	580 453 000	868 502 375	479 389 000	557 284 000	2 485 628 375
2019	515 850 000	1 238 841 100	402 387 395	508 040 000	2 665 118 495
2020	1 198 290 000	1 808 723 050	1 006 408 875	727 350 000	4 740 771 925
2021	2 546 955 000	2 225 263 050	1 217 790 550	1 224 870 000	7 214 878 600
2022	2 323 890 919	3 711 500 138	2 111 360 680	891 841 000	9 038 592 737
2023	1 312 980 357	4 094 094 273	1 870 296 000	838 061 550	8 115 432 180
Celkem	9 386 675 091	16 003 835 360	7 975 632 500	5 785 427 926	39 151 570 877

Z přehledů vyplývá, že objem emitovaných podlimitních dluhopisů vzrostl v roce 2020 oproti roku 2019 na téměř 1,8násobek (z 2,67 mld. Kč na 4,74 mld. Kč) a růst pokračoval také v letech 2021 a 2022. Nárůst objemu podlimitních dluhopisů v roce 2022 byl pravděpodobně ovlivněn také skutečností, že od května 2020 existuje povinnost registrovat podlimitní dluhopisy v Centrálním depozitáři cenných papírů a povinnost přidělení ISIN.

I když v roce 2023 došlo k poklesu celkového objemu podlimitních emisí o 10,2 % z 9,04 mld. Kč v roce 2022 na 8,12 mld. Kč v roce 2023, stále se jedná o historicky druhou nejvyšší hodnotu emitované částky podnikových dluhopisů od roku 2013.

ÚPADKY EMITENTŮ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

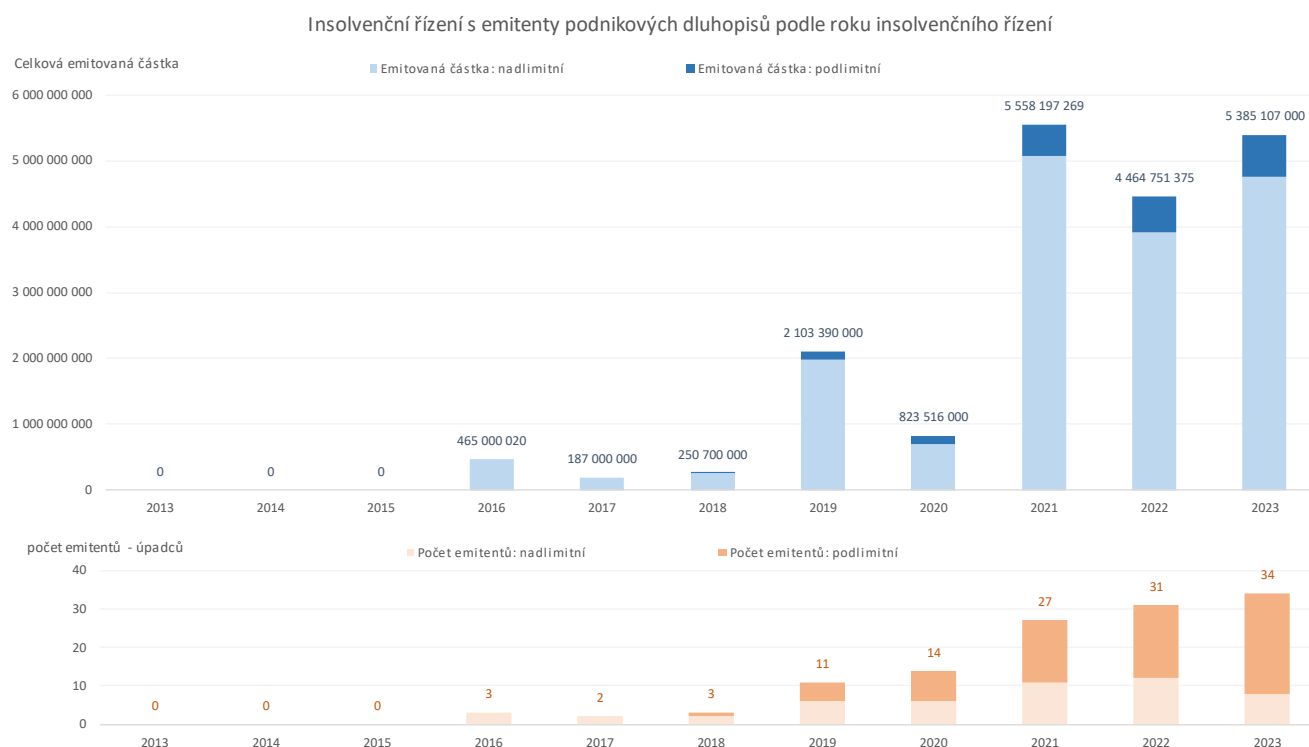
Statistiky emitentů v insolvenční

Následující část naší publikace obsahuje informace o emitentech, kteří vydali podnikové dluhopisy na českém dluhopisovém trhu v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 a na které byl ve stejném období podán insolvenční návrh nebo návrh na moratorium. Počet zjištěných emitentů-úpadců tak vychází z porovnání identifikovaných emitentů dluhopisů v otevřených zdrojích a námi dostupných databázích⁵ a databázi insolvenčního rejstříku ISIR.

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

V období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 skončilo v insolvenčním řízení celkem 125 emitentů dluhopisů, kteří vydali podlimitní a nadlimitní emise v souhrnné emitované částce 19,24 mld. Kč.⁶ V insolvenční skončili emitenti, kteří vydali 17,31 mld. Kč nadlimitních emisí a 1,93 mld. Kč podlimitních emisí. Počet emitentů, kteří v daném roce skončili v insolvenční, se každoročně zvyšuje již od roku 2018. Objem emisí, jejichž emitenti skončili v daném roce v insolvenční, se v posledních třech letech pohybuje mezi 4,5 mld. Kč až 5,6 mld. Kč ročně.

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

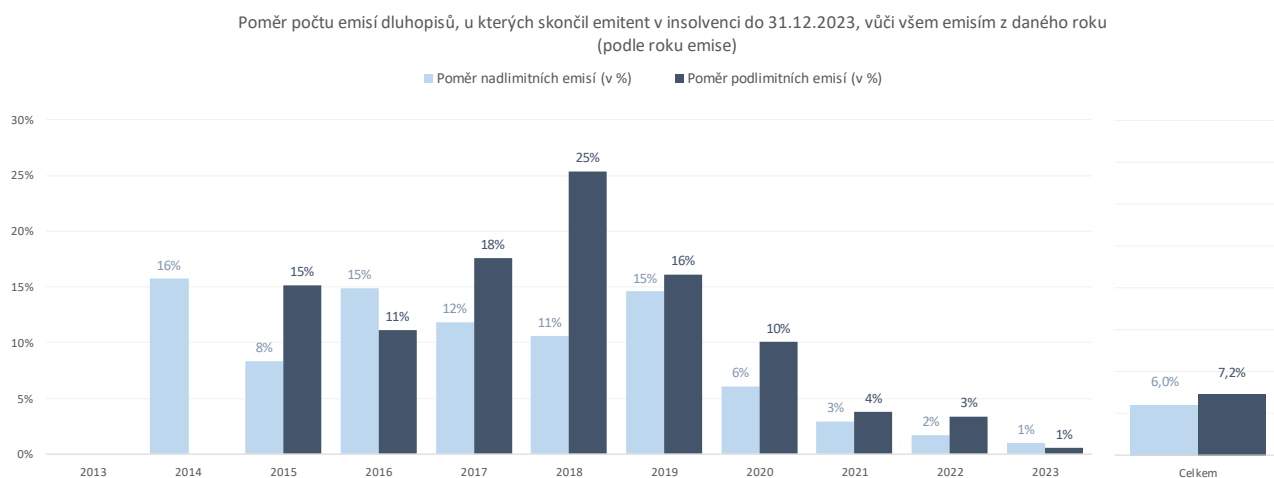


V roce 2023 bylo zahájeno insolvenční řízení se 34 emitenty, tedy nejvíce od roku 2013. Tito emitenti v minulosti vydali dluhopisy za 5,39 mld. Kč, což je druhá nejvyšší souhrnná částka vydaných emisí od roku 2013.

⁵ Upozorňujeme, že vzhledem ke způsobu sběru informací o emitentech (neexistuje oficiální zdroj či centrální evidence dluhopisových emisí a tyto informace jsme získávali způsobem popsaným v předešlé části této zprávy) jsme nemuseli identifikovat všechny emitenty dluhopisů v insolvenční.

⁶ 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. 12. 2023, vůči počtu emisí z roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



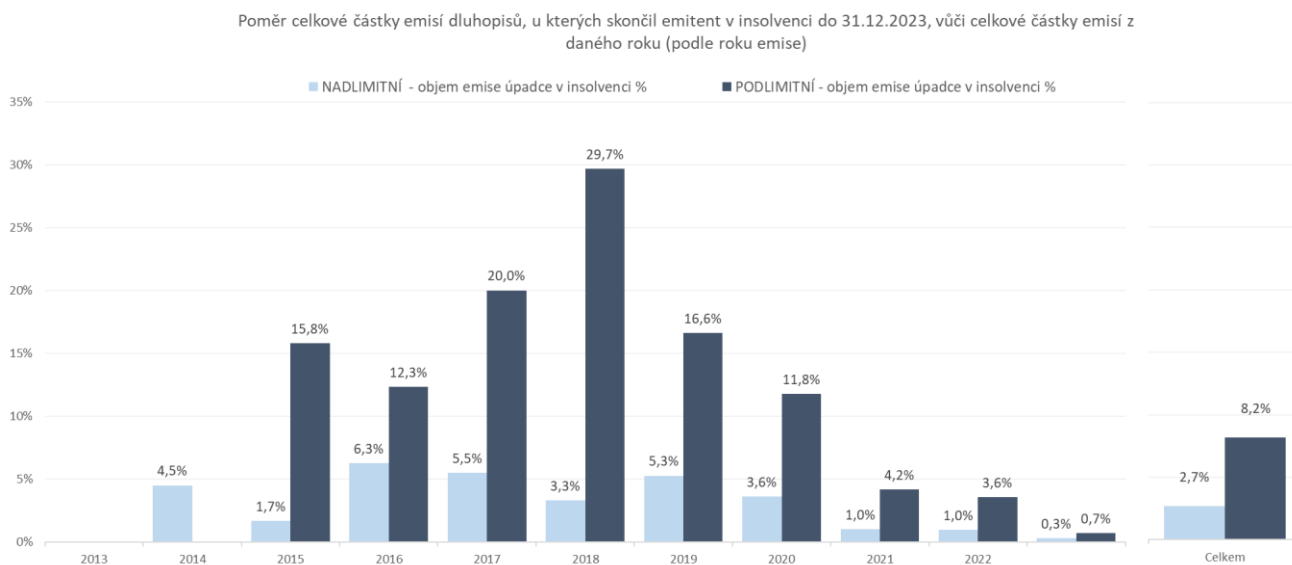
V období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 skončili v insolventi emitenti, kteří vydali nadlimitní emise dluhopisů v souhrnné výši 16,03 mld. Kč (152 z 2 523 nadlimitních emisí, tj. průměrně 6,0 % z celkového počtu nadlimitních dluhopisů) a podlimitní emise dluhopisů v souhrnné výši 3,20 mld. Kč (171 z 2 363 podlimitních emisí, tj. průměrně 7,2 % z celkového počtu všech podlimitních dluhopisů).

Každý z emitentů mohl vydat více než jednu emisi, proto jsme analyzovali také počet a podíl emitentů v insolventi. V průběhu let 2013 až 2023 skončilo v insolventi 125 z 1 625 emitentů (tj. 7,69 %), z toho:

- 50 ze 660 (tj. 7,81 %) emitentů všech nadlimitních dluhopisů,
- 75 z 985 (tj. 7,61 %) emitentů všech podlimitních dluhopisů.

V insolventi sice skončilo o 25 emitentů podlimitních dluhopisů více než emitentů nadlimitních dluhopisů, ale celková částka nadlimitních emisí byla pětinasobná vůči emitované částce podlimitních emisí.

Vývoj **poměru částky emisí** dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023, vůči částce všech emisí z daného roku emise, je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023 skončili v insolventní emitenti, kteří vydali podnikové dluhopisy v souhrnné výši 19,24 mld. Kč. Tato částka představuje 3,0 % z celkového objemu vydaných dluhopisů ve výši 634,0 mld. Kč. Významný rozdíl je však mezi poměrem částky podlimitních a nadlimitních emitovaných dluhopisů v insolventní, ve které skončilo v průměru:

- 2,7 % (16,03 mld. Kč) z celkového objemu emisí nadlimitních dluhopisů (594,85 mld. Kč),
- 8,2 % (3,20 mld. Kč) z celkového objemu emisí podlimitních dluhopisů (39,15 mld. Kč).

Z uvedeného zjištění vyplývá, že podlimitní dluhopisy jsou významně rizikovější než dluhopisy nadlimitní, protože poměr částky emisí v insolventní byl až třikrát vyšší než u nadlimitních dluhopisů.

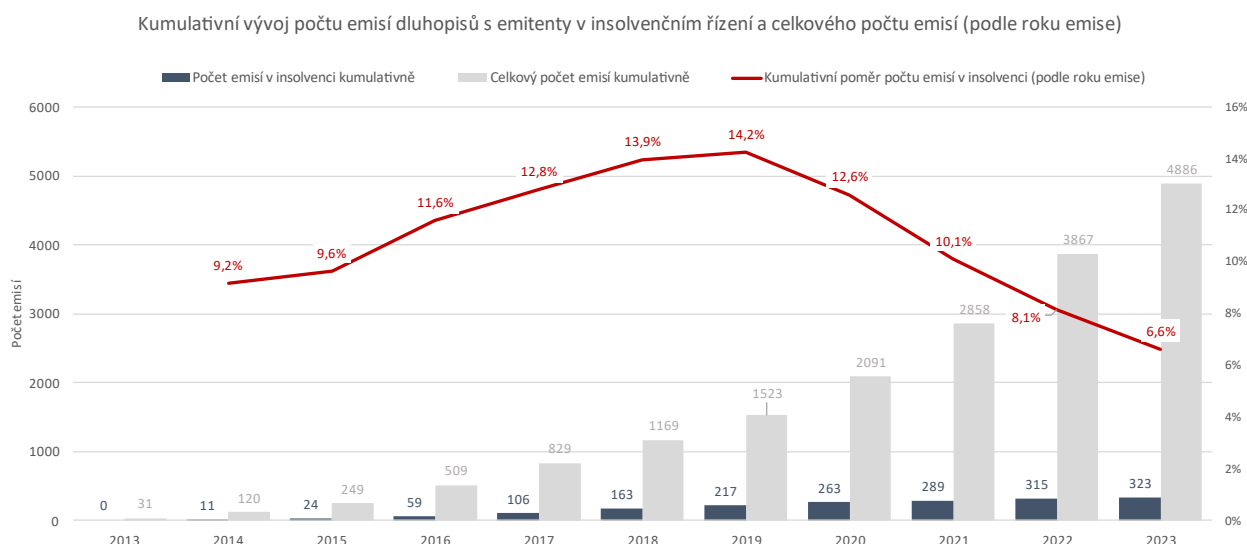
Z výše uvedeného grafu vyplývá nárůst emitované částky dluhopisů emitenty v insolventní zejména z emisí vydaných v roce 2018, kdy z celkové částky emitovaných podlimitních dluhopisů ve výši 2,49 mld. Kč skončily v insolventní dluhopisy ve výši až 737,58 mil. Kč, tj. až 29,7 % z celkové emitované částky v tomto roce.

U nadlimitních dluhopisů byly nejvýznamnějšími obdobími roky 2016, 2017 a 2019, ve kterých byly vydány nadlimitní emise dluhopisů, ze kterých skončilo v insolventní 5,3 až 6,3 % objemu všech emitovaných dluhopisů.

U emisí vydaných v roce 2021 a v pozdějších letech očekáváme růst podílu insolventních emitentů po uplynutí doby splatnosti dluhopisů.

Z výsledků uskutečněných analýz tak vyplývá, že k 31. 12. 2023 byli v insolventní emitenti dluhopisů, kteří emitovali až 3 % z celkového objemu všech dluhopisů vydaných v letech 2013 až 2023. Z toho emitenti podlimitních dluhopisů v insolventní emitovali celkem 8,2 % veškerého objemu podlimitních emisí. U emisí z let 2021 až 2023 jsou data zkreslena skutečností, že část emisí ještě není splatných a možný negativní vývoj se projeví až v dalších letech.

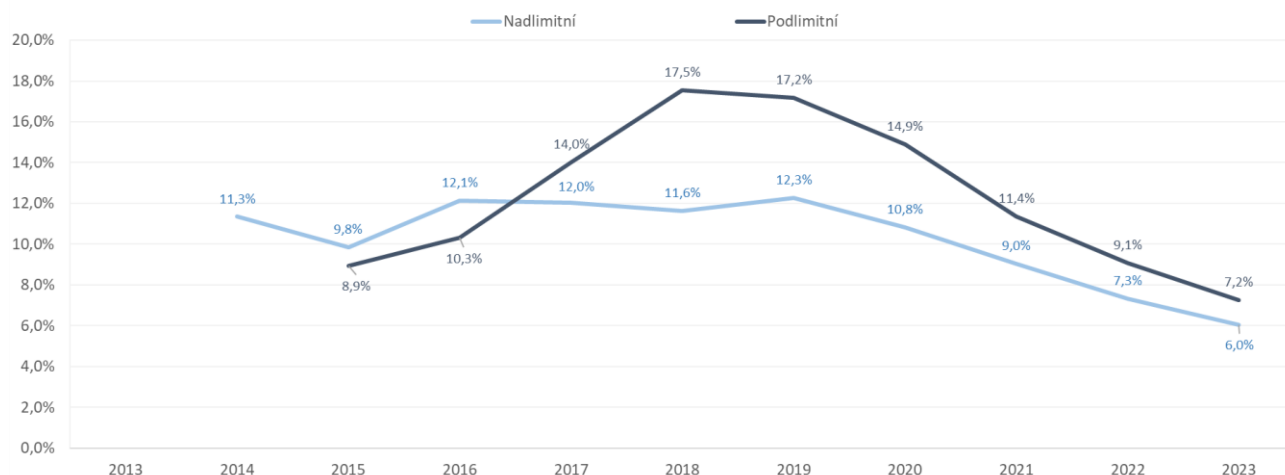
Vývoj celkového kumulativního poměru počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023, vůči všem emisím z daného roku emise a doplněný o počet emisí, je znázorněn v následujícím grafu (v %):



V období od roku 2013 do roku 2019 kumulativní poměr počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku, rostl z 9,2 na 14,2 % k 31. 12. 2019. Od roku 2020 kumulativní poměr emitentů v insolventní klesá. Tento pokles je však z velké míry způsoben skutečností, že podstatná část emisí dluhopisů od roku 2020 ještě není splatná. Po uplynutí doby splatnosti emisí z let 2020 až 2023 lze očekávat, že počet emisí s insolventním emitentem bude růst.

Vývoj kumulativního poměru počtu emisí podle typu emise (nadlimitní a podlimitní), u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023, vůči všem emisím z daného roku emise, je znázorněn v následujícím grafu (v %):

Kumulativní poměr nadlimitních a podlimitních emisí v insolvenční vůči celkovému počtu emisí od roku 2013 (podle roku emise)



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 ke kumulativnímu počtu emisí dosáhl maximální výše 17,5 % emisí k 31. 12. 2018. Následně poměr klesá až na úroveň 7,2 % k 31. 12. 2023. Nadlimitní emise měly nejvyšší kumulativní hodnotu poměru ve výši 12,3 % k 31. 12. 2019, následně poměr klesá až na úroveň 6,0 % k 31. 12. 2023. Postupné snižování poměru emisí v insolvenční v posledních letech je však způsobeno zejména skutečností, že část emisí ještě nebyla splatná, a proto ještě nebylo zahájeno insolvenční řízení emitenta. Upozorňujeme, že graf znázorňuje vývoj poměru emisí podle období emise, tj. zobrazený rok představuje rok emise a poměr zase vyjadřuje procento emisí z daného roku, kterých emitenti skončili v insolvenční až v následujících letech.

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 (částky v mil. Kč):

Částka	Emitent	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkem	
Nadlimitní	Arca Acquisition Capital, a.s.						1 827			1 827	
	Europa Investment Property CZ a.s.								1 634	1 634	
	BRQ Czech, a.s.								1 069	1 069	
	HELSKE SUSTAINED HPC a.s.							961		961	
	EMTC - Czech a.s., v insolvenční					920				920	
	Development EIP								850	850	
	Arca Capital Bohemia, a.s.							747		747	
	C2H RETAIL HOLDING s.r.o.						700			700	
	KGI - Global Investments a.s.						500			500	
	EURO DEVELOPMENT, a.s.						480			480	
	C2H Financial s.r.o.						400			400	
	Explor Capital a.s.								390	390	
	EURO DEVELOPMENT CAPITAL, s.r.o.							300		300	
	Concord Financial Holding a.s.							300		300	
	Brooc Global Investments a.s.						300			300	
	Fair Credit International, SE								300	300	
	NORABEL s.r.o.	280									280
	Plastic Union a.s.							255			255

Částka	Emitent	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkem
	Ondrášovka Holding,a.s.							250		250
	ZOOT a.s				230					230
	Nautic Solutions a.s.					230				230
	EURO DEVELOPMENT GROUP, s.r.o.							227		227
	Concord Financial Invest, s.r.o.								200	200
	Lipa Learning s.r.o.				179					179
	REALITY INVESTING Exclusive-Bond, s.r.o.						160			160
	CAVD s.r.o.				150					150
	EFFECTIVE Group s.r.o.		150							150
	mCZECH industry s.r.o.								150	150
	HELP FINANCIAL s.r.o.			150						150
	REALITY INVESTING Private, a.s.						148			148
	Personal ONE s.r.o.				140					140
	DC ENERGY a.s.					138				138
	REALITY INVESTING VIP-Bond, s.r.o.						101			101
	Clever Monitor Financials a.s., v insolventi				100					100
	IVORY Energy, a.s.							100		100
	Premiot Group, a.s.								100	100
	FINAPRA a.s.			100						100
	iConsulting 4 Companies s.r.o.	100								100
	EURO DEVELOPMENT PROJECT 1, s.r.o.					95				95
	Hakus a.s.							82		82
	IMAGE CARE s.r.o.							80		80
	iKiwi CZ s.r.o.							70		70
	EMTC - Real Estate a.s.					60				60
	EMTC - GLA s.r.o.					60				60
	MELOUNKA s.r.o.								60	60
	Plastic One a.s.						55			55
	Incore Investment s.r.o.							50		50
	LentiKats a.s.		37							37
	ANTAKA a.s.					35				35
	TABUC-PACK s.r.o.	35								35
	Nadlimitní celkem	415	187	250	1 719	618	4 925	3 467	4 453	16 033
Podlimitní	Incore Investment s.r.o.							255		255
	Development EIP								152	152
	PADOK Investments, s.r.o.						85			85
	Lipa Learning s.r.o.				84					84
	EMTC - Czech a.s., v insolventi				80					80
	MBB Technik, spol. s r.o.						76			76
	Personal ONE s.r.o.				70					70
	NFA Holding, a.s.							67		67
	mCZECH industry s.r.o.								60	60
	Arca Capital Bohemia, a.s.							51		51
	SENSE Vital Air, s.r.o.							50		50
	NORABEL s.r.o.	50								50
	ANTAKA a.s.					50				50
	iKiwi CZ s.r.o.							50		50
	AMESTA a.s.								50	50
	České Lithium a.s.							50		50
	C2H Financial s.r.o.						49			49
	Europa Investment Property CZ a.s.								47	47
	WOOD UNION s.r.o.						42			42
	Felix Steel a.s.				41					41
	DANIMO CZ s.r.o.								40	40
	Cemento Design s.r.o.								36	36
	ENREI s.r.o.					32				32
	FKZ 1953, a.s.								30	30
	EGE Service s.r.o.						28			28
	Arca Acquisition Capital, a.s.						26			26
	V.M.D. INVEST s.r.o.							26		26

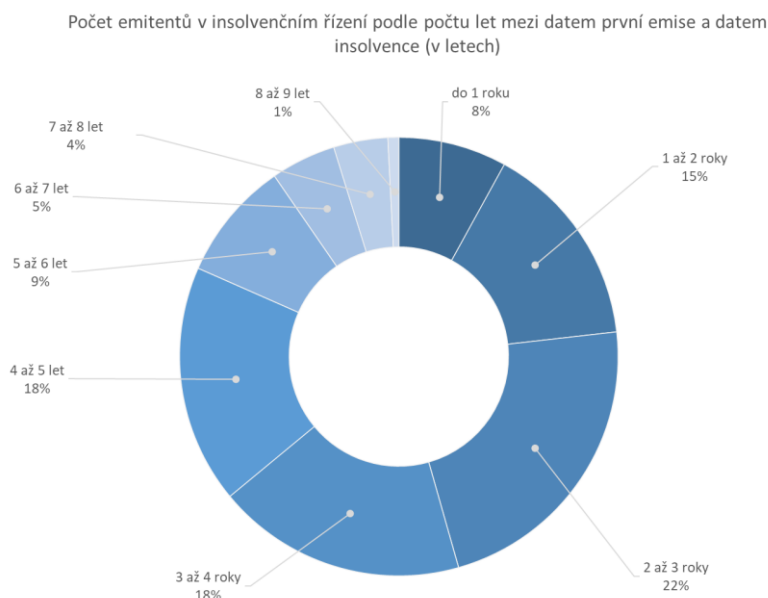
Částka	Emitent	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkem
	Black falcon s.r.o.							26		26
	Jan Stuna & Co a.s.							26		26
	ARC equity services a.s.						26			26
	Český průmyslový holding a.s.							26		26
	KGI - Global Investments a.s.						25			25
	ABC Služby s.r.o.							25		25
	GES-ELECTRONICS, a.s.						25			25
	KTK CONSTRUCT s.r.o.								25	25
	Co&E servisní s.r.o.								25	25
	EURO DEVELOPMENT, a.s.						25			25
	Pozitive Energy, a.s.							25		25
	VIPAPP, a.s.							25		25
	REMAIND s.r.o. v konkursu				25					25
	Krupa Global Investments a.s.							25		25
	EFIT Bohemia, a.s.						25			25
	Tycoon Enterprise, SE						25			25
	Anget Corporation a.s.								25	25
	MIDEA s.r.o., v insolvenční					25				25
	Ondrášovka Holding,a.s.							25		25
	Property Premiot IV. s.r.o.								25	25
	GROWING WAY s.r.o.						25			25
	BD P5 Skalka V. s.r.o.								25	25
	Premiot Group, a.s.								25	25
	Manta Commodities SE							25		25
	FAVEA Europe s.r.o.								25	25
	Premium Data Systems III. s.r.o.								25	25
	ENTEF group s.r.o. v likvidaci					25				25
	ANILO DRINKS s.r.o., v insolvenční					25				25
	Acquisition Capital Property s.r.o. v likvidaci								25	25
	EWE Jewelry s.r.o.							25		25
	TERRA FELIX s.r.o.								25	25
	GR – NANO PROGRAM S.R.O.								25	25
	MELOUNKA s.r.o.								25	25
	Premium Data Systems s.r.o.								25	25
	Data Safe Centrum, s.r.o.						25			25
	Premium Data Systems IV. s.r.o.								25	25
	SHIF18 s.r.o.								25	25
	European Battery Alliance a.s.							25		25
	Arca Capital CEE, uzavřený investiční fond, a.s.						25			25
	BGQ Czech, a.s.							25		25
	EURO DEVELOPMENT CAPITAL, s.r.o.							25		25
	Nautic Solutions a.s.					24				24
	Česká žula Premiot IX., s.r.o.								24	24
	BGC Travel s.r.o.						24			24
	TRILOAD Invest s.r.o., v konkursu				24					24
	MAXI-TIP a.s.						24			24
	MASOPRODEJ s.r.o.								24	24
	NAFIGATE Corporation, a.s.							23		23
	CEMENTO EKO-BETON s.r.o.								23	23
	Futra technologies s.r.o.							22		22
	SEDMA Praha s.r.o., v konkursu				22					22
	ZOOT a.s				22					22
	Hakus a.s.							22		22
	For Plastic a.s.						20			20
	Pařížská PLZEŇ s.r.o.								20	20
	Plastic One a.s.						20			20
	B&Bartoni, spol. s r.o.								20	20
	MIRELINA COMPANY s.r.o.							20		20
	Antik invest s.r.o.							18		18
	IVORY Energy, a.s.							17		17

Částka	Emitent	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkem
	WEBER EU s.r.o., v konkursu				16					16
	Miia SE					10				10
	SCNS CEE s.r.o.								10	10
	HYSPERIA GROUP s.r.o.								10	10
	WELL SERVICE s.r.o.								9	9
	VOLOS.rest a.s.						8			8
	Regal Group s.r.o.					7				7
	REGIONALL EXPRESS s.r.o.						6			6
	XENYLLA s.r.o., v insolvenční					5				5
	KRC partners s.r.o.								4	4
	BE 2025 s.r.o.					3				3
	PM Pivovar s.r.o.			1						1
	Podlimitní celkem	50		1	384	206	634	998	933	3 204
Celkem		465	187	251	2 103	824	5 558	4 465	5 385	19 238

Celkem skončilo v insolvenční 125 emitentů, kteří vydávali jak podlimitní, tak nadlimitní emise. Z tabulky vyplývá, že 50 emitentů v insolvenční vydalo celkem 16,03 mld. Kč nadlimitních emisí a 75 emitentů v insolvenční vydalo celkem 3,20 mld. Kč podlimitních emisí. V období od roku 2013 do 31. 12. 2023 tak souhrnná částka emisí v insolvenční dosáhla 19,24 mld. Kč.

Doba do insolvenčního řízení

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

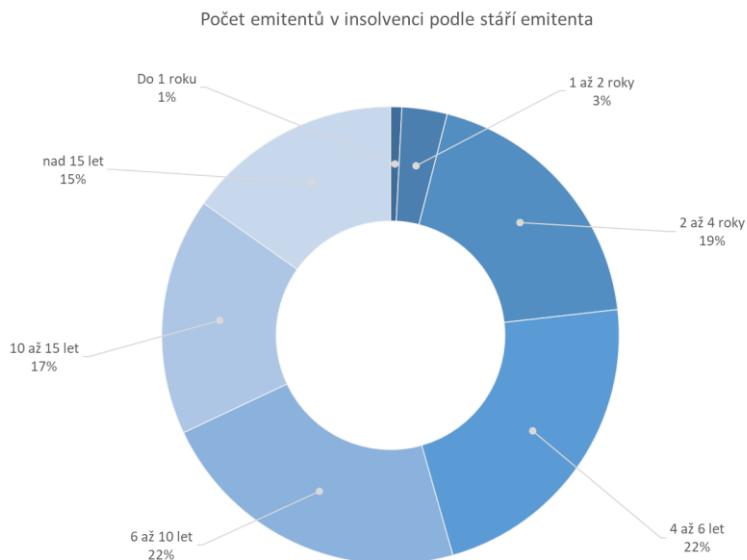


Z grafu vyplývá znepokojivý fakt, že problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina emitentů v úpadku skončila v insolvenční do tří let po první emisi svých dluhopisů. Celkem 10 emitentů skončilo v insolvenční do jednoho roku po emisi dluhopisů, 19 emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších 28 emitentů v období mezi dvěma a třemi lety od první emise.

Tento výsledek může mít několik příčin: a) dluhopisové financování využívaly společnosti ve finančních problémech, které měly akutní likviditní problémy a situaci nezvládly vyřešit, b) emitenti-úpadci neměli nikdy zájem jistinu splatit a investory přilákali na základě zkreslených informací a potenciálně podvodného jednání a c) 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 publikaci.

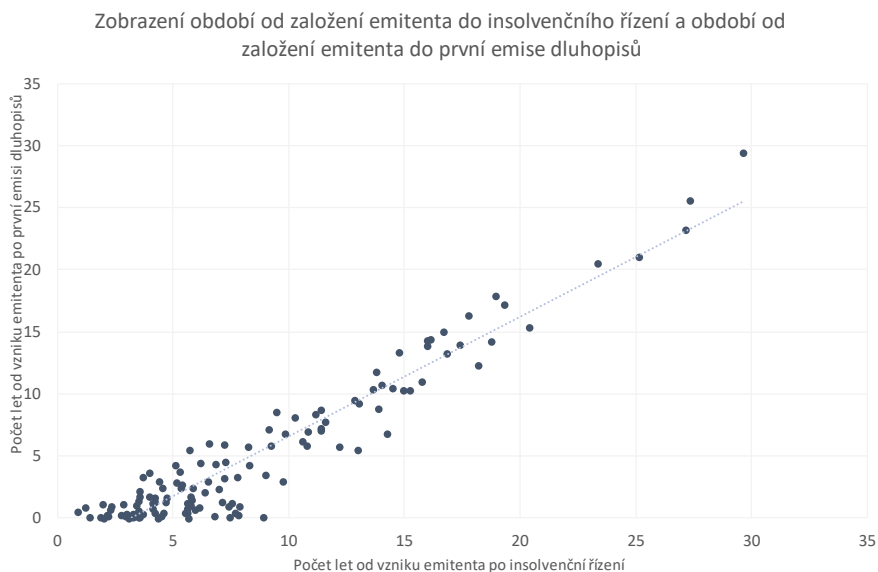
Věk emitentů v insolvenční

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



Z grafu vyplývá, že 44 % emitentů skončilo v insolvenční do šesti let od jejich založení. Pouze jeden úpadce existoval méně než jeden rok do zahájení insolvenčního řízení (společnost Clever Monitor Financials a.s., v insolvenční). Se čtyřmi úpadci (Futra technologies s.r.o., CEMENTO EKO-BETON s.r.o., EWE Jewelry s.r.o. a Česká žula Premiot IX., s.r.o.) bylo zahájeno insolvenční řízení mezi prvním a druhým rokem jejich existence. Více než dva a méně než čtyři roky existovalo 19 % emitentů.

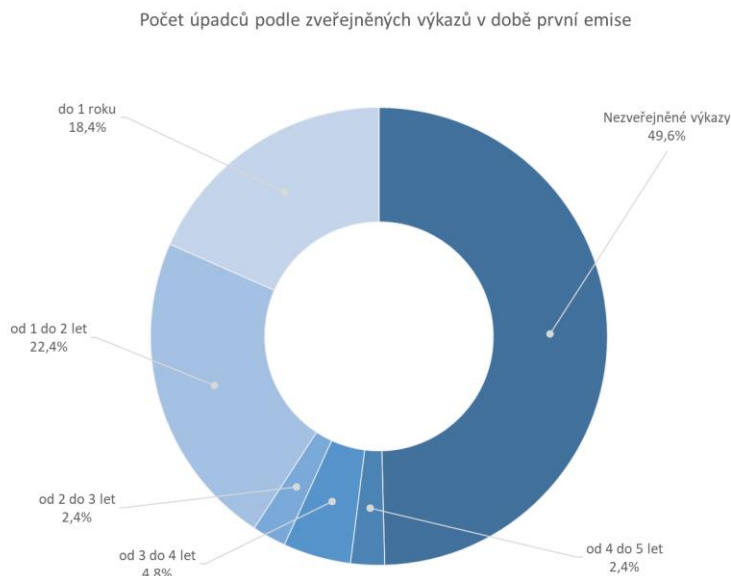
Porovnání emisí a insolvenční emitentů z časového hlediska znázorňuje následující graf. Na vodorovné ose znázorňuje počet let od vzniku emitenta po zahájení insolvenčního řízení a na vertikální ose počet let od vzniku emitenta do první emise dluhopisů:



Nejvíce problematictější a rizikovití emitenti dluhopisů se nacházejí v levé spodní části grafu. Jedná se o emitenty, kteří emitovali první emise a krátce nato skončili v insolvenčním řízení.

Publikování finančních výkazů

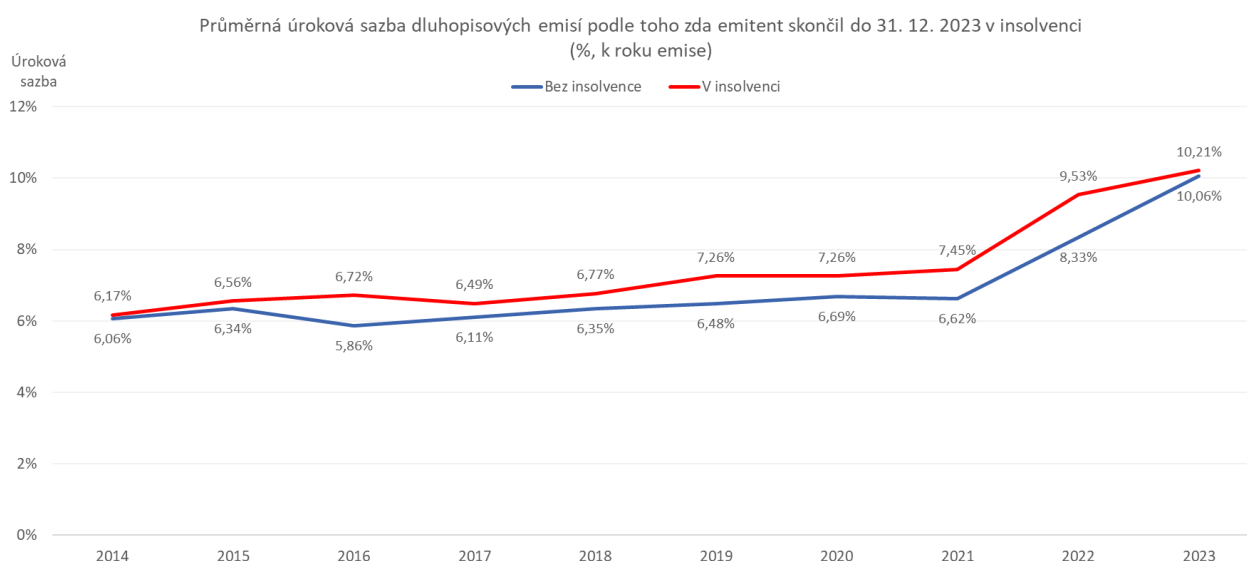
Následující graf znázorňuje rozčlenění počtu emitentů v insolvenční řízení podle toho, zda zveřejňovali své finanční výkazy před první emisí svých dluhopisů a jaká doba uplynula mezi účetními závěrkami za poslední účetní období zveřejněnými v obchodním rejstříku před první emisí a datem první emise dluhopisů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



Z grafu vyplývá, že 50 % 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 22,4 % emitentů. Tento výsledek poskytuje temný obrázek o transparentnosti emitentů a o důvěřivosti, nezkušenosti a bezstarostnosti investorů, kteří investovali své prostředky do společností, o kterých nemohli mít dostatečné a důvěryhodné informace.

Průměrné úrokové sazby

Porovnání vývoje průměrné nabízené úrokové sazby dluhopisů emitovaných od 1. 1. 2014 do 31. 12. 2023 podle toho, zda společnost skončila v insolvenční řízení či nikoli, je zobrazeno v následujícím grafu (v %, rok emise):



Z grafu vyplývá, že emitenti, se kterými bylo do 31. 12. 2023 zahájeno insolvenční řízení, nabízeli v době vydání svých emisí úrokové sazby o 0,11 p.b. až 1,2 p.b. vyšší, než nabízeli ostatní emitenti.

TEMNÁ ZÓNA EMITENTŮ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů

Vysokým úročením podnikových dluhopisů, často přesahujícím i deset procent, se někteří emitenti snažili přilákat „chamtivé“ a důvěřivé 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 mimo společnost emitenta, většinou přes spřízněné osoby. Jak vyplývá z veřejných zdrojů a z dokumentace předložené v rámci insolvenčních řízení emitentů v insolventu, z důvodu neetického a nekalého jednání emitenta tak přišly o své investované prostředky tisíce investorů.

Rovněž nedávná koronavirová omezení urychlila pád některých emitentů, kteří se svůj neúspěch pokusili svést na virovou pandemii, ačkoli již před ní byli v úpadku.

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

- Ponziovo schéma (tzv. letadlo) – starším investorům se vyplácí peníze získané od nových investorů.
- Podvod – emitent v době vydání dluhopisů již věděl, že je nebude schopen splatit.
- Zkreslování informací o osobě emitenta – emitent, který byl pouze nastrčenou účelovou společností, uváděl nepravdivé a zkreslené informace o skutečném emitentovi.
- 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.
- Nafukování hodnoty majetku emitenta – emitent nadhodnocoval svůj majetek, aby vypadal stabilněji před věřiteli a mohl čerpat nové financování.
- 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 podnikových dluhopisů vydaných úpadcem.

Ponziovo schémata

Schéma je pojmenováno podle Charlese Ponzioho⁷, který jej proslavil po celém světě. Termín Ponziovo⁸ schéma se používá k označení podvodné investiční operace, ve které promotér slibuje vysoké úroky k nalákání investorů 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

⁷ Ponziovo 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 první, 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 Ponziovo schématu byly popsány také v románech Charlese Dickense z let 1844 a 1857.

Koncept Ponziovo schématu však rozhodně neskončil v roce 1920. Ponziovo schémata jsou stále jedněmi z nejrozšířenějších investičních podvodů a pouze se přizpůsobují době. Každý týden se objevují zprávy o nově odhalených Ponziovo schématech po celém světě. Největším případem moderní doby je dozajista případ Bernarda Madoffa, který byl v roce 2008 odsouzen za provozování největšího Ponziovo schématu historie se škodou okolo 18 mld. dolarů. Ani v České republice nemáme o Ponziovo 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 tisícovkami poškozených a škodou v celkové výši přes 3 mld. korun.

⁸ Ponziovo 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 Ponziovo schématu často slibují investování vašich peněz a dosažení vysokých výnosů s malým nebo žádným rizikem. V mnoha Ponziovo schématech však podvodníci peníze ani neinvestují. Místo toho je použijí k vyplacení těch, kteří investovali dříve, a část si mohou ponechat pro sebe. Ponziovo 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.

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 do té doby, dokud přicházejí noví investoři, kteří vkládají nové prostředky do fondu, které slouží pro výplatu závazků předchozím věřitelům. Když už ve fondu nezbydou žádné peníze na vyplácení, fond zkrachuje a vyplacení tak jsou jen někteří investoři, zatímco všichni ostatní nedostanou nic.

Podvodné jednání⁹

Část z prověřovaných emitentů založily nové prázdné účelové společnosti s cílem získat peněžní prostředky od investorů podvodným způsobem, následně rychle vyvést prostředky mimo společnost emitenta a tyto účelové 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 tak 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 internetové platformy, MLM sítě nebo neregistrované zprostředkovatele.

Ovládající osoba emitenta následně vyčerpala získané prostředky na jiné než deklarované účely. Uhradila věřitelům jednu, případně několik úrokových splátek, a následně tuto 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 získat prostředky, nesplatit emisi a ponechat dluh vůči investorům na prázdné a účelové společnosti, kterou není tak složité odstříhnout od stávajícího podnikání osob stojících za emitentem.

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 (například emitent Clever Monitor Financials a.s. vs. Clever Monitor s.r.o.). Šlo pouze o společnost založenou za účelem vydání dluhopisů a následného poskytování vnitroskupinového financování – přeoslání prostředků spřízněným osobám ve skupině ve formě půjček. Tato účelově založená společnost nevykonávala žádnou podnikatelskou činnost, a nemohla 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.
- V prospektu se za emitované dluhopisy nezaručil ani hlavní podnikatelský subjekt, ani jiná spřízněná osoba.

⁹ 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.

- 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.

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 účetní výkazy a finanční informace o hospodaření. Nadhodnocování hospodářských výsledků je běžné zejména v oblasti nadhodnocení výše majetku, tržeb a provozního zisku emitenta a podhodnocení jeho finančních závazků.

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 jaký 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), navýšil hodnotu majetku (například přeceněním zásob nebo rozpracované výroby a případně vyvíjeného produktu) nebo понížil reálné závazky jejich nezavedením do účetnictví.

Nafukování rozvah emitenta

Emitent nadhodnocoval účetní hodnotu svého majetku, aby tak mohl získávat nové financování, dále se zadlužovat a působit stabilněji. Mezi identifikovaná schémata patřilo například:

- Navyšování vlastního jmění prostřednictvím fiktivních pohledávek.
- Nafukování rozvah fiktivními úrokovými výnosy z poskytnutých půjček spřízněným osobám, které ale nebudou splacené.
- Vysoké kladné oceňovací rozdíly společností v portfoliu.
- Nestandardně vysoká a zmanipulovaná pořizovací cena nabytých účastí od spřízněných osob.
- Fiktivní obchody nesouvisející s reálným byznysem, které nafoukly obrat a rozvahu společnosti.

Tunelování majetku úpadce

Po získání zdrojů od investorů ovládající osoby emitenta hledaly způsob, jak tyto prostředky vyvést z majetku společnosti. Mezi identifikované způsoby vyvádění majetku patřila například následující schémata, často uskutečňována s osobami spřízněnými 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, cestování, věci osobní spotřeby, vybavení a nábytek 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.
- Přistoupení k dluhu nebo přímo převzetí dluhu bez získání protiplnění.

- Bankovní převody peněžních prostředků bez získání jakéhokoliv protiplnění.

Ze zkoumaných případů vyplývá, že až třetina získané částky z emise dluhopisů nebyla využita na investiční záměr emitenta, ale byla spotřebována na „administraci“ emise v jejím prvním roce. Získané prostředky z emise tak byly často použity na úhradu například následujících nákladů:

- Náklady spojené s emisí dluhopisů, většinou přes tržiště dluhopisů (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 12 % 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. Nepřiměřenost cen takto pořízeného majetku se projevila při jeho ocenění insolvenčním správcem v rámci zpeněžování 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.

Příklady rizikových emitentů od srpna 2022 do listopadu 2023

1. Rizikovní emitenti podle médií

V následující části uvádíme příklady emitentů podnikových dluhopisů, u kterých byly medializovány pochybnosti o poctivosti jejich obchodních záměrů a podnikání, či jednání v rámci insolvenčního řízení. 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	První rok emise	Celková velikost emise v Kč*
Více spol.	Realitní a investiční skupina Premiot Group	Více insolvenčních řízení	16.09.2015	2019	2 919 411 600
Více spol.	Reality Investing	Více insolvenčních řízení	05.08.2013	2014	408 000 000
26763915	B&Bartoni, spol. s r.o.	KSPH 66 INS 11688 / 2023	12.03.2003	2018	20 000 000
28201752	AMESTA a.s.	MSPH 96 INS 3009 / 2023 MSPH 96 INS 3502 / 2023	17.12.2007	2021	20 950 000
4370392	ExploR Capital a.s.	KSBR 44 INS 19999 / 2022 KSBR 59 INS 896 / 2023	02.09.2015	2016	171 000 000
6959041	KTK CONSTRUCT s.r.o.	MSPH 57 INS 11124 / 2023	16.03.2018	2020	25 000 000
8031614	Concord Financial Invest, s.r.o.	MSPH 57 INS 9194 / 2023	28.03.2019	2020	200 000 000
9288244	mCZECH industry s.r.o.	MSPH 88 INS 15455 / 2023	29.06.2020	2020	201 000 000

*Součet objemů všech emisí emitovaných od roku 2013 do roku 2023 v ČR. Nezohledňuje výši skutečně upsaných dluhopisů či již splacených dluhopisů, rovněž nezohledňuje objem dluhopisů emitovaných v zahraničí.

Realitní a investiční skupina Premiot Group^{10, 11}

Skupina Premiot Group se zabývala developmentem nemovitostí nebo jejich nákupem za účelem rekonstrukce, prodeje či pronájmu a působila na realitním trhu nejen v České republice, ale i na Slovensku, v Maďarsku a Rumunsku. Skupinu Premiot tvořila složitá síť téměř stovky firem. Dluhopisy vydávala skupina prostřednictvím několika společností, do kterých investovalo více než 3 000 investorů. Podle současných odhadů upsala skupina dluhopisy za více jak 2 mld. Kč.

O finančních problémech skupiny se poprvé začalo mluvit ke konci roku 2022, kdy měly společnosti ze skupiny splatit svým věřitelům několik emisí dluhopisů, což se nestalo a společnosti věřitelům vyplatily pouze úroky. Na jednoho z hlavních emitentů skupiny, společnost PREMIOT obchodní, a.s. (dříve Europa Investment Property CZ a.s.), byl dne 19. 5. 2023 podán věřitelský insolvenční návrh (přihlášené pohledávky ve výši 1,4 mld. Kč). Na mateřskou společnost Premiot Group, a.s., byl podán insolvenční návrh dne 11. 7. 2023. Další společnost ze skupiny Premiot, společnost PREMIOT Realitní, a.s., je v insolvenčním řízení od 7. 9. 2023. Další společnost ze skupiny, Česká žula Premiot IX., s.r.o., byla založena v roce 2021, emitovala dluhopisy v roce 2022, a v insolvenční skončila dokonce méně než jeden rok po této emisi v roce 2023.

V insolvenčním řízení se skupina snaží dosáhnout reorganizace, avšak u věřitelských skupin existují obavy, že záměr reorganizace může být nepoctivý a dochází k majetkovým transakcím znevýhodňujícím věřitele. Například jeden z nejvýše oceněných majetků skupiny, developerský projekt Skalka na Praze 5, propadl zajištěnému věřiteli ze Slovenska, společnosti Koruna Finance. Podle insolvenčních správců společností PREMIOT obchodní, a.s., a společnosti PREMIOT realitní, a.s., neposkytuje dlužník dostatečnou součinnost.

¹⁰ <https://isir.justice.cz/>.

¹¹ <https://dluhopisar.cz/kauza-premiot/>.

REALITY INVESTING¹²

Reality Investing je skupina asi třiceti navzájem propojených společností spojených s brněnským podnikatelem J. S. Od roku 2014 vydaly společnosti této skupiny dluhopisy ve vyšších stovkách milionů korun. Celkový objem emitovaných dluhopisů je obtížné zjistit, jelikož řada emisí proběhla ještě v době, kdy prospekty nadlimitních dluhopisů nemusela schvalovat ČNB (emise ve výši nejméně 408 mil. Kč), nebo byly vydány pod slovenským registračním číslem ISIN (emise ve výši nejméně 500 mil. Kč).

Skupina nabízela dluhopisy na bázi tzv. diskontu, tedy dluhopisy s určitou nominální hodnotou investoři nakupovali s diskontem, tedy „slevou“ z nominální hodnoty ve výši 33 % až 50 %. Nominální hodnota dluhopisu měla být následně investorům vyplacena nejpozději v době splatnosti dluhopisu. Splátnosti však byly nastaveny na osm a více let. V roce 2021 začaly první společnosti, jejichž emise byly v daném roce splatné, končit v insolvenční řízení.

Podle právníků zastupujících některé z věřitelů je spektrum věřitelů z řad drobných investorů neobyčejně široké a jedná se o více než 1 000 poškozených. Podle informací z médií třicítka firem propojených s osobou J. S. aktuálně dluží věřitelům kolem 640 milionů korun. Ve skupině přitom zůstal jen nemovitý majetek v odhadní ceně mírně přesahující sto milionů korun, který lze podle znalců zpeněžit jen za zhruba 60 % odhadní ceny.

Podle informací v médiích nyní společnosti ve skupině Reality čelí více než dvěma desítkám trestních oznámení a postupně se jsou zahajována insolvenční řízení jednotlivých společností ze skupiny.

AMESTA a.s.¹³

Další společnost, která se dostala do finančních problémů, je malý pražský developer, společnost AMESTA a.s., která na sebe kvůli předlužení podala insolvenční návrh na konci února 2023 a následně také v březnu roku 2023. Insolvenční návrh byl však soudem odmítnut pro nedostatečné zdokumentování skutečností tvrzených v insolvenčním návrhu.

AMESTA a.s. se zaměřovala na development komerčních nemovitostí a rekonstrukce starších bytových domů. Financování společnosti bylo primárně zajištěno dvěma neveřejnými emisemi dluhopisů. Emise byla především zřízena za účelem realizace developerského projektu „bytového domu v Čakovcích“. Budoucí závazky z emise dluhopisů činily podle podaného insolvenčního návrhu více než 22 mil. Kč k 6. 3. 2023.

Společnost AMESTA a.s. v insolvenčním návrhu uvádí, že: „Je zcela zřejmé z účetnictví dlužníka, že výše zmíněný pan P. V.¹⁴ a jeho spřátelené firmy odčerpali z majetku dlužníka značnou finanční částku převyšující 10 mil. Kč. Toto podezření vygradovalo v nedávné době, kdy se pan P. V. začal společností navázaných na dlužníka zbavovat.“

Lze proto předpokládat, že se společnost brzy znovu ocitne v insolvenčním řízení. Avšak čas, který uběhl od prvního insolvenčního návrhu, může zásadně snižovat šance na získání údajně vyvedených prostředků zpět do majetkové podstaty.

B&Bartoni, spol. s r.o.¹⁵

V červenci 2023 podali věřitelé insolvenční návrh na českou strojírenskou společnost B&Bartoni, spol. s r.o. (dále jen „B&Bartoni“), když nesplatila svou emisi dluhopisů výši 20 mil. Kč splatnou v roce 2022. Společnost, jež bývala symbolem úspěchu a nesla ocenění „exportér roku“, nejenže nesplatila věřitelům dluhopisovou emisi, ale její bývalý majitel T. B. byl také obviněn z dotačního podvodu a neoprávněného čerpání dotací.

¹² <https://www.e15.cz/investice/brnensky-dluhopisovy-fantom-pripravil-tisicovku-investoru-o-stamiliony-1411820>.

¹³ <https://isir.justice.cz/>.

¹⁴ Bývalý člen představenstva a akcionář společnosti.

¹⁵ https://www.irozhlas.cz/zpravy-domov/podvod-tomas-barton-dotace-bbartoni-patrani_2308070500_har.

Podle policejní operace s krycím jménem „Bořek“ se obviněné osoby (13 fyzických a 3 právnické osoby) měly dopouštět dotačního podvodu nejméně od roku 2017. Čerpání dotací se mělo týkat nákupu výrobních strojů, kdy tyto nákupy měly být buď fingované nebo stroje měly být nakoupené jako ‚bazarové‘ a vykazovány jako nové. Neoprávněné čerpání dotací mělo dosáhnout výše zhruba 90 mil. Kč.

Kromě insolvence a obvinění z dotačních podvodů byl zabaven majetek v hodnotě 30 mil. Kč, zahrnující nemovitosti, hotovost a luxusní hodinky. T.B. je nyní hledán policií a pravděpodobně se nachází v Brazílii. Nepoctivý záměr naznačují také změny ve vlastnické struktuře B&Bartoni začátkem roku 2023. Jediného akcionáře v té době nahradily zahraniční subjekty. Pan T. B. věřitelům dluhopisů tvrdil, že došlo k nepřátelskému převzetí jeho firmy. Příklad této společnosti ukazuje, že ani skutečnost, že emitent je na trhu již delší dobu, vyvíjí skutečnou činnost a má dobré mediální PR, nezaručuje, že investice do jeho podnikových dluhopisů takovéto společnosti je bez rizika.

ExploR Capital a.s.^{16,17,18}

Firma ExploR Capital a.s. (dále jen „ExploR“), pod vedením podnikatele M. Č., získala od dluhopisových investorů nejméně 172 milionů Kč na projekty v Rusku, jako jsou farma na chov jeseterů a továrna na průmyslové trhaviny. Tyto plány skončily neúspěchem a firma se ocitla v insolvenční, do které věřitelé přihlásili pohledávky za více než 350 milionů Kč.

Šance na uspokojení těchto pohledávek jsou však mizivé. V podstatě jediným majetkem společnosti ExploR jsou podíly v ruské společnosti Bionika (48 %) a RussVzryv (15 % prostřednictvím německé společnosti Thum Beteiligung). V uvedených společnostech figuroval jako společník také ruský podnikatel Salym S. Šapyrov. Hodnota podílů držených společnostmi ExploR je však i vzhledem k aktuálním vztahům s Ruskou federací v podstatě nezjistitelná.

Firma Bionika plánovala v areálu bývalých tepláren v Čeljabinsku nejprve vybudovat farmu na chov jeseterů. Od plánu upustila v roce 2018 a místo farmy na chov jeseterů pak v Čeljabinsku chtěla Bionika v místech bývalé teplárny vybudovat velká datová centra. Projekt ale podle ruských zdrojů nebyl úspěšný. Společnost Bionika navíc od roku 2018 vykazovala ztrátu a v roce 2022 nabízela areál tepláren k prodeji v přepočtu za 93 mil. Kč. Společnost RussVzryv měla v Rusku vystavět továrnu na průmyslové trhaviny. Místo klasického TNT chtěla produkovat emulzní trhaviny s pomocí technologií z Německa. Firma RussVzryv byla v roce 2021 ve ztrátě 21 milionů rublů (okolo 6 mil. Kč). Pan M. Č. se snažil odůvodnit nezdary pandemií a ruskou invazí na Ukrajinu. Část nesplacených dluhopisů však byla splatná již v roce 2021. Věřitelé jsou skeptičtí a mluví o „prázdných slibech a úhybných manévrech“, jako je například tvrzení M. Č., že dokáže získat peníze z Ruska pomocí tureckých kontaktů.

V lednu 2023 byl na společnost ExploR podán insolvenční návrh a v prosinci 2023 byl na majetek společnosti vyhlášen konkurz. I samotný insolvenční soud však vyjádřil pochybnosti nad tím, nakolik jsou vlastně projekty společnosti reálné. V březnu 2023 na sebe podal insolvenční návrh se žádostí o oddlužení i sám M. Č. Mimo jiné v návrhu přiznává dluh 15 milionů korun vůči jednomu ze svých dlouholetých přátel.

KTK CONSTRUCT s.r.o.^{19,20,21,22}

KTK CONSTRUCT s.r.o. (dále jen „KTK CONSTRUCT“) byla podle svých webových stránek stavební a developerskou společností se zaměřením na rodinné a bytové domy a rezidenční developerské projekty.

Společnost vydala minimálně jednu podlimitní emisi dluhopisů ve výši 25 mil. Kč. (tj. bez nutnosti schválení prospektu ze strany ČNB). Mimo to na svých stránkách nabízela také možnosti investování formou

¹⁶ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-misto-ruskych-jeseteru-zustaly-ceskym-investorum-nesplacene-dluhopisy-224825>.

¹⁷ <https://uralpolit.ru/news/chel/16-12-2022/267355>.

¹⁸ https://www.irozhlas.cz/zpravy-domov/jeseter-cernousek-explor-capital-vybusniny-rusko_2306260500_ike.

¹⁹ <https://www.fingood.cz/blog/rozhovor-ktk>.

²⁰ https://isir.justice.cz/isir/ueu/evidence_upadcu_detail.do?id=FEC4A774988F135AE05333F21FAC47FC.

²¹ https://dluhopisomat.cz/wp-content/uploads/2021/05/Emisni_podminky_KTK-CONSTRUCT-1.pdf.

²² <https://ktk-construct.cz/investice>.

„kolektivního investování“ či „nákupu investiční nemovitosti“. Další cizí kapitál získávala společnost například prostřednictvím portálu fingood.cz. Splatnost dluhopisové emise vydané v roce 2020 byla 1. 9. 2023. Ke dni 10. 7. 2023 byl na společnost podán věřitelský insolvenční návrh, a to již v době, kdy proti ní byla vedena četná exekuční řízení.

Podle insolvenční správky KTK CONSTRUCT neposkytuje dlužník žádnou, či jen minimální součinnost a současné závazky vysoce převyšují zjištěný majetek. V sídle společnosti již KTK CONSTRUCT nesídlí a činnost neprovozuje. Leasing vozidla Ford Mustang, které společnost provozovala, jen dokresluje, jaké priority společnost KTK CONSTRUCT při správě svěřených investic měla.

Concord Financial Invest, s.r.o.

Concord Financial Invest, s.r.o. (dále jen „Concord Financial Invest“) je dceřinou firmou společnosti Concord Financial Holding, s.r.o. (v insolvenčním řízení od listopadu 2022). Dalšími sesterskými společnostmi jsou Fair Credit Holding a.s. (CEPO Green4 a.s.) nebo Fair Credit International, SE (CEPO Green3, SE). Se všemi společnostmi skupiny kromě Fair Credit Czech s.r.o. bylo již ke dnešku zahájeno insolvenční řízení.

Celá skupina se zabývala poskytováním nebankovních spotřebitelských úvěrů klientům s nižší bonitou. Historicky měla skupina schválené dluhopisové prospekty v celkovém objemu až 1,6 mld. Kč.

Concord Financial Invest byla pouze vehiklem pro emisi dluhopisů a financování skupiny. Jediným majetkem společnosti jsou skupinové pohledávky za firmami v insolvenční. Concord Financial Invest vydala v roce 2020 emisi dluhopisů do výše 200 mil. Kč se splatností v roce 2024. Objem pohledávek přihlášených věřiteli do insolvenčního řízení činil k 16. 1. 2024 více než 91 mil. Kč. Správce neeviduje žádný majetek, ze kterého by mohly být uspokojeny pohledávky věřitelů. Podle vyjádření insolvenčního správce neposkytuje Concord Financial Invest žádnou součinnost a správci nebylo předáno ani její účetnictví.

mCZECH industry s.r.o.²³

Společnost mCZECH industry s.r.o. (dále jen „mCZECH“) byla založena v roce 2020 a předmětem jejího podnikání bylo získávání prostředků prostřednictvím emisí dluhopisů, které následně investovala do, jak sama uvádí, „pečlivě zvolených zlevněných podílů v českých malých a středně velkých perspektivních společnostech“.

Společnost mCZECH v letech 2020 až 2022 vydala tři dluhopisové emise v souhrnném objemu 175 mil. Kč, z nichž skutečně upsala dluhopisy ve výši 57,1 mil. Kč. Z prostředků získaných vydáním výše uvedených dluhopisů byly dlužníkem pořízeny podíly v následujících českých společnostech: CEMENTO DESIGN s.r.o. (podíl 25 %, později zvýšen na 35 %), CEMENTO EKOBETON s.r.o. (podíl 35 %), TENA EDM s.r.o. (podíl 50 %), TENA EDM Development s.r.o. (podíl 50 %), FARMPONIC FLOWERS s.r.o. (podíl 20 %) a FARMPONIC CANNABIS s.r.o. (podíl 20 %).

Těmto společnostem poskytovala mCZECH také půjčky. Zejména se jednalo o půjčku ve výši 16 mil. Kč, poskytnutou společnosti CEMENTO DESIGN s.r.o. a (nesplacená jistina činí 15,6 mil. Kč) a půjčku společnosti TENA EDM s.r.o. ve výši 12,9 mil. Kč (nesplacená částka 9,25 mil. Kč).

Na majetek společnosti CEMENTO DESIGN s.r.o. a CEMENTO EKOBETON s.r.o. byl však již ke dni 16. 1. 2024 vyhlášen konkurz. A podle informací uvedených v insolvenčním návrhu dlužníka je i společnost TENA EDM s.r.o. (také emitent dluhopisů) taktéž ve finanční tísní.

Z výše uvedeného mCZECH industry dovodila, že nebude schopna hradit své závazky plynoucí z emise dluhopisů a podala na sebe insolvenční návrh.

Za pozornost stojí také skutečnost, že jediným společníkem mCZECH byla společnost Nemetrix s.r.o., která je zároveň společníkem ve společnosti Centrum Dluhopisů s.r.o., provozovateli online tržiště Dluhopisy.cz.

²³ <https://isir.justice.cz/isir/doc/dokument.PDF?id=55994516>.

2. 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 trestné 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 od roku 2021 vstoupilo státní zastupitelství do insolvenčních řízení 22 emitentů dluhopisů. Od vydání naší předchozí publikace v září 2022 vstoupilo státní zastupitelství do následujících 11 insolvenčních řízení:

IČ	Název	Spisová značka	Datum vzniku	Rok první emise	Celková velikost emise v Kč
4405030	Premiot Group, a.s.	10879/2023	16.09.2015	2019	*50 000 000
4424115	Fair Credit International, SE	16896/2022	23.09.2015	2017	300 000 000
6667104	WOOD UNION s.r.o.	10604/2021	08.12.2017	2018	41 600 000
25015907	Hakus a.s.	4242/2022	20.01.1997	2018	104 048 000
61536130	MBB Technik, spol. s r.o.	19656/2021	06.09.1994	2017	24 462 944
4370392	ExploR Capital a.s.	896/2023	23.08.2016	2016	390 000 000
27187446	CAVD s.r.o.	16064/2019	28.03.2018	2018	150 000 000
6429793	Antik invest s.r.o.	2265/2022	20.08.2020	2020	17 800 000
8313831	V.M.D. INVEST s.r.o.	20246/2022	20.11.2020	2020	26 000 000
28750977	Jan Stuna & Co a.s.	16695/2022	22.11.2017	2017	26 000 000
4353200	Incore Investment s.r.o.	29778/2019	27.08.2015	2015	160 000 000

*Společnosti ve skupině Premiot celkem emitovaly dluhopisy za přibližně 2 mld. Kč.

3. Odpůrčí žaloby svědčící o vydání majetku

Pokud ovládající osoby emitenta (dlužníka) vydávaly majetek z majetkové podstaty společnosti a emitent skončil následně v úpadku, je možné toto zvýhodňující či poškozující jednání dlužníka v insolvenčním řízení postihnout. Neúčinnými jsou právní jednání, kterými dlužník zkracuje možnost uspokojení věřitelů nebo zvýhodňuje některé věřitele na úkor jiných²⁴.

Insolvenční správce dlužníka by měl v rámci prověřování účetnictví buď sám, nebo na základě spolupráce se specializovanou forenzní společností takovéto úkony identifikovat a důkladně prošetřit. Po zjištění úkonů, kterými docházelo k vydání 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), 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 vyhověl a určil, 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 vydán majetek nebo byli poškozováni a zvýhodňováni věřitelé.

²⁴ <https://portal.gov.cz/informace/annulment-unenforceability-and-invalidity-of-legal-acts-detrimental-to-creditors-INF-123>. Za právní jednání se považuje též dlužníkové 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. Dlužníkové 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 dlužníkové plnění z neúčinných právních jednání náleží do majetkové podstaty.

Přehled emitentů dluhopisů v insolvenčním řízení, ve kterých byly v době od října 2022 do prosince 2023 podávány odpůrčí žaloby, je uveden v následující tabulce:

IČ	Název	Spisová značka	Datum vzniku	Datum zahájení insolvenčního řízení	Rok první emise	Celková velikost emise v Kč
1967894	Miia SE	INS 22935/2020	06.08.2013	02.11.2020	2018	10 000 000
5890063	Regal Group s.r.o.	INS 23553/2020	07.03.2017	11.11.2020	2017	6 500 000
6667104	WOOD UNION s.r.o.	INS 10604/2021	08.12.2017	07.06.2021	2018	41 600 000
6703666	ANILO DRINKS s.r.o., v insolvenční	INS 5459/2020	18.01.2018	02.03.2020	2018	25 000 000
24136069	Arca Acquisition Capital, a.s.	INS 7368/2021	19.07.2011	20.04.2021	2014	200 000 000
25689053	MAXI-TIP a.s.	INS 23192/2021	19.08.1998	22.12.2021	2019	24 000 000
27839567	ABC Služby s.r.o.	INS 1915/2022	19.03.2008	03.02.2022	2016	25 000 000
27860841	EURO DEVELOPMENT, a.s.	INS 2879/2021	14.02.2007	18.02.2021	2017	105 000 000
6912311	Krupa Global Investments a.s.	INS 8670 / 2022	02.03.2018	23.05.2022	2018	25 000 000
5017840	REALITY INVESTING Exclusive-Bond, s.r.o.	INS 22452 / 2021	22.04.2016	10.12.2021	2016	160 050 000
28750977	Jan Stuna & Co a.s.	INS 16695 / 2022	05.01.2012	20.10.2022	2017	26 000 000
6212514	EGE Service s.r.o.	INS 11354 / 2021	22.06.2017	16.06.2021	2019	27 700 000
27187446	CAVD s.r.o.	INS 16064 / 2019	08.11.2004	12.08.2019	2018	150 000 000
27110265	Arca Capital Bohemia, a.s.	INS 4247 / 2022	07.01.2004	11.03.2022	2016	537 000 000
25015907	Hakus a.s.	INS 4242/2022	20.01.1997	11.03.2022	2018	104 048 000

ABC Služby s.r.o.

Ze žaloby na doplnění pasiv s návrhem na vydání předběžného opatření, podané insolvenčním správcem společnosti, vyplývá, že jednatel dlužníka a dvě další žalované osoby, které na základě plných mocí udělených jim jednatelem, ovládaly a měly rozhodující vliv na dlužníkovu provoz a jeho řízení, jsou plně odpovědné za úpadek dlužníka. Insolvenční správce s touto žalobou na doplnění pasiv spojila i návrh na nařízení předběžného opatření, s ohledem na riziko dalších převodů majetku ze strany všech třech osob. Dlužník ke dni rozhodnutí o úpadku nedisponoval (a doposud nedisponuje) absolutně žádným majetkem.

Jednatel dlužníka z titulu své funkce uzavíral smlouvy, vedl obchodní jednání s klienty a rozhodoval o finančních tocích dlužníka, který vydal následující dluhopisy v souhrnné výši 25 mil. Kč:

- Dne 1. 12. 2016 nesoucí název „Dluhopis ABC Služby“, celkový objem emise činil 10.000.000 Kč, jmenovitá hodnota 25.000 Kč, úrok 9,1 %, s výplatou úroku dvakrát ročně, kdy konec upisovacího období byl stanoven na 1. 12. 2017 a splatnost byla stanovena na den 1. 12. 2018.
- Dne 15. 6. 2017 nesoucí název „Dům pro seniory Oáza“, celkový objem emise činil 15.000.000 Kč, jmenovitá hodnota 50.000 Kč, úrok 9,1 %, s výplatou úroku dvakrát ročně, kdy konec upisovacího období byl stanoven na 15. 6. 2019 a splatnost byla stanovena na den 15. 6. 2019.

Všichni žalovaní přitom věděli, že společnost svým závazkům z obou emisí dluhopisů nebude nikdy schopna dostát, protože neměla žádný majetek a zejména proto, že nevyvíjela žádnou činnost. Přivodili tak svým jednáním dlužníkovi úpadek. Emisí získané finanční prostředky všichni tři žalovaní společně vybírali v hotovosti pro vlastní potřebu a částečně jimi také na principu Ponziho schématu známého také jako „letadlo“ umožňovali výnosy z jistin. Žalovaní tím dlužníkovi vytvořili závazky ve výši nejméně 24.188.137 Kč vůči nejméně 182 upisovatelům. Závazky, mezi které patřil například závazek ze smlouvy o dílo na výstavbu nových prostor autoservisu, kde se celkový dluh vyšplhal až na 13.532.508 Kč, nebo závazek 7.396.070 Kč vůči dalšímu emitentovi dluhopisů, společnosti SEDMA Praha, spol. s r.o., nebyl nikdy uhrazen.

Žalovaní nejenže v rozporu s péčí řádného hospodáře neučinili zhola nic, co by bylo potřebné a rozumně předpokladatelné pro odvrácení úpadku, ale svým jednáním dlužníka do úpadku přivedli a soustavným zvyšováním objemu závazků a porušováním smluv s věřiteli tento úpadek soustavně prohlubovali. Žalovaní a dlužník jejich prostřednictvím opakovaně porušovali své povinnosti řádného hospodáře, porušovali své smluvní povinnosti vůči věřitelům, a to dokonce takovou měrou, že nyní všichni stanuli coby obžalovaní před trestním soudem pro podezření ze spáchání zvláště závažného zločinu podvodu. K zájmům věřitelů dlužníka se žalovaní chovali zcela vědomě bez sebemenších ohledů a tak, jako by předpokládali, že oni sami nebudou nikdy povoláni k osobní odpovědnosti za své jednání a svá rozhodnutí. Zjevně spoléhali na to, že dlužník projde konkurzem, následně bude vymazán z obchodního rejstříku a tím celá záležitost skončí.²⁵

Miia SE

Podle odpůřčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti Miia, jediný člen představenstva dlužníka poskytl dlužníkovi zápůjčku ve výši 1,3 mil. Kč. Tato poskytnutá zápůjčka byla dlužníkem zcela splacena v sedmi platbách, ale to vše době, kdy měl dlužník Miia jiné splatné pohledávky, které ani částečně nehradil. Jedinému členu představenstva se jako jedinému dostalo plného uspokojení jeho pohledávky, čímž byl žalovaný neoprávněně a zcela bezdůvodně zvýhodněn na úkor ostatních nezajištěných věřitelů (výše jejich pohledávek činila 8,6 mil. Kč), když se mu dostalo vyššího (úplného) uspokojení jeho pohledávky, než kterou by po právu obdržel v konkurzu (jeho pohledávka by nebyla uspokojena v rozsahu větším než 35 %).

Dlužník byl rovněž vlastníkem automobilu, který byl zařazen do účetnictví dlužníka v létě 2018 a v létě 2020 byl prodán členu představenstva dlužníka za 45 % účetní hodnoty a za 42 % ceny obvyklé (stanovené podle inzerce), v čemž správce viděl naplnění skutkové podstaty právního úkonu bez přiměřeného protiplnění.

Insolvenční správce zjistil, že dlužník odeslal členovi dozorčí rady a spoluvlastníkovi Miia v celkem třech platbách částku 465 tis. Kč, aniž by za to obdržel jakýkoliv protiplnění nebo byl o této transakci byl v účetnictví dlužníka jakýkoliv záznam. To za situace, kdy byl dlužník v úpadku a kdy měl i jiné věřitele disponující neuhrazenými splatnými pohledávkami vůči dlužníkovi.

Regal Group s.r.o.

Podle odpůřčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, dlužník uzavřel se společností, která jej vlastnila, smlouvu o vícenásobném postoupení pohledávky a započtení, na jejímž základě si vzájemně započtení své pohledávky ve výši 5,6 mil. Kč. Započtením měla zaniknout pohledávka dlužníka za vlastníkem z titulu zápůjčky a vlastníkovi měla zaniknout pohledávka za dlužníkem z titulu úplaty za postoupení. Tím, že na pohledávku dlužníka za vlastníkem byla na základě smlouvy započtena pohledávka vlastníka, a došlo tedy k zániku pohledávek, byl zvýhodněn vlastník, čímž se zkrátila možnost uspokojení ostatních věřitelů. Jednalo se o neúčinný právní úkon, neboť zápočetem se vlastníkovi dostalo plného uspokojení své pohledávky a tím i došlo k jejímu zvýhodnění před ostatními věřiteli, přičemž v případě neprovedení započtení by byl vlastník uspokojován až na základě výsledků insolvenčního řízení a uspokojení by bylo minimální.

Druhá žalovaná skupina transakcí, kterou žaloval insolvenční správce, byla obdobná. Dlužník s osobami personálně a ekonomicky propojenými uzavřel „smlouvu o postoupení pohledávek, převzetí dluhu, poskytnutí příplatku mimo základní kapitál a o započtení“. Ze smlouvy vyplývá, že dlužník měl pohledávku za propojenou osobou nejméně ve výši 17,2 mil. Kč z titulu příplatkové povinnosti mimo základní kapitál a závazku poskytnutí příplatku mimo základní kapitál. Tato pohledávka ale zanikla zápočetem s pohledávkami propojené osoby za dlužníkem ve stejné výši, které vznikly na základě 1) poskytnutých zápůjček, 2) převzetí dluhu od propojených osob, 3) jiných plnění. Dlužník tyto transakce uskutečnil již v době, kdy byl v úpadku. Pokud by dlužník neuskutečnil tento zápočet, byla by jeho majetková podstata o 17,2 mil. Kč vyšší. V jednání dlužníka a propojených osob spatřuje insolvenční správce úmysl, který byl motivován snahou účastníků vypořádat pohledávky tak, aby po prohlášení konkurzu neměl dlužník možnost domáhat se svých pohledávek a aby propojené osoby neměly povinnost plnit do majetkové podstaty.

²⁵ Insolvenční správce vycházela z materiálů trestního řízení, které je proti těmto třem osobám vedeno, aktuálně ve stadiu řízení před soudem.

WOOD UNION s.r.o.

Podle odpůrčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, dlužník jako postupitel uzavřel se spřízněnou společností (ovládanou stejnou osobou jako dlužník, takže znala stav dlužníka) jako postupníkem smlouvu o postoupení pohledávek. Na jejímž základě dlužník postoupil na spřízněnou společnost svou pohledávku za fyzickou osobou ve výši 52 tis. Kč z titulu nesplacené části smlouvy o zápůjčce, a to bezúplatně. V době, kdy dlužník uzavřel smlouvu o postoupení pohledávky, byl již v úpadku. Dlužník tak zmenšil svůj majetek, přičemž neměl další majetek v rozsahu, který by umožnil uspokojení jeho věřitelů, a převedl na spřízněnou osobu pohledávky bez toho, aby za to obdržel protiplnění.

ANILO DRINKS s.r.o., v insolvenci

Z odpůrčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, vyplývá, že dlužník neplnil své splatné závazky, ale přitom uhradil přednostně pohledávky spřízněných a blízkých osob, a to na úkor ostatních řádně přihlášených věřitelů. V době provedených plateb bylo dlužníku zřejmé, že nasmlouvané závazky z titulu vydaných dluhopisů ve výši 22 mil. Kč nebude možné uspokojit řádně a včas, tím spíše, že jen pár měsíců po podání insolvenčního návrhu měla nastat konečná splatnost nemalé části dluhopisů. Jelikož společnost ANILO DRINKS s.r.o. nevykonávala žádnou faktickou činnost a pouze inkasovala finanční prostředky od přihlášených věřitelů, kterými sanovala závazky dříve splatné, případně pak závazky s dlužníkem vůbec nesouvisející či ve prospěch osob jemu blízkých, muselo být v rozhodné době statutárním orgánu společnosti stejně jako osobám jej ovládajícím jasné, že tato situace je dlouhodobě neudržitelná.

ANILO DRINKS s.r.o. uskutečnila například následující úhrady:

- Poté, co nastaly účinky spojené se zahájením insolvenčního řízení, uhradila blízkým osobám vyšší stovky tisíc korun. Často se jednalo o úhradu závazků blízkých osob za dlužníkem, aniž by za to dlužník obdržel adekvátní protiplnění.
- Na úkor ostatních přihlášených nezajištěných věřitelů přednostně uhradila celé pohledávky propojených osob ve výši několika milionů Kč z titulu „licence na používání software minibaronline“, „managerské a poradenské činnosti“, „nájmů kanceláře“, „zprostředkování“, „nájemních smluv za nebytové prostory“, „zprostředkování v oblasti obchodu“, „úhrady kupní ceny automobilu“, „úhrady kupní ceny za pneumatiky“.

Arca Acquisition Capital, a.s.

Podle odpůrčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, dlužník uzavřel s jinou společností smlouvu o zápůjčce, na jejímž základě se dlužník zavázal poskytnout této společnosti zápůjčku ve výši 46 mil. Kč. Celkem dlužník převedl společnosti částku 46,5 mil. Kč, která byla následně společností postupně vyplacena v hotovosti a v cizí měně k rukám jejího jednatele. K odeslání finančních prostředků dlužníka ve prospěch společnosti došlo až po zahájení insolvenčního řízení dlužníka. Insolvenční správce měl důvodné pochybnosti o faktickém uzavření smlouvy o zápůjčce, a to i s ohledem na to, že smlouva o zápůjčce mu byla doložena ze strany společnosti, nikoliv ze strany dlužníka a že podpisy na doložené kopii smlouvy o zápůjčce byly podpisy vloženými do elektronického dokumentu, nikoliv podpisy na písemném vyhotovení smlouvy o zápůjčce, a že podpisy zástupce společnosti na první pohled neodpovídaly skutečným podpisům.

EURO DEVELOPMENT, a.s.

Podle odpůrčí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, dlužník jako převádějící uzavřel s osobou blízkou jako nabyvatelem (předseda představenstva dlužníka byl ve stejné době zároveň jednatelem a jediným společníkem kupujícího) několik smluv o převodu obchodního podílu v dceřiných společnostech dlužníka za neobvykle nízké kupní ceny. Smluvní strany nenechaly vypracovat znalecký posudek ke zjištění hodnoty předmětného obchodního podílu a kupní cena byla sjednána pouze dohodou. Některé z kupních cen měly být uhrazeny v hotovosti při podpisu smlouvy. Vzhledem ke spřízněnosti obou společností, muselo být oběma stranám zřejmé, že dlužník je již v úpadku a že předmětným jednáním dochází k úmyslnému zkrácení věřitelů. V době, kdy docházelo k převodům obchodních podílů, probíhala exekuční řízení proti dlužníkovi a dlužník měl již dluhy v řádech milionů korun a zcela evidentně nebyl schopen tyto závazky plnit.

Dalším žalovaným úkonem bylo přistoupení dlužníka k závazku spřízněné společnosti vůči jejímu věřiteli na základě uzavřené dohody o narovnání. Předmětem dohody o narovnání bylo narovnání vztahů z uzavřených smluv o zápůjčkách, a to tak, že nový závazek spřízněné společnosti za jejím věřitelem byl ve výši 8,2 mil. Kč. Přistoupením k dluhu došlo k převzetí nových závazků dlužníka v době, kdy dlužník již byl v úpadku, a to bez získání jakéhokoliv protiplnění. V důsledku tohoto jednání dlužníka se navýšila celková dlužná částka o 24,8 mil. Kč, a to bez jakéhokoliv protiplnění, tedy zhodnocení majetkové podstaty.

Mezi další žalované transakce dlužníka patřil například prodej luxusního automobilu za protiplnění, jehož obvyklá cena byla podstatně nižší než obvyklá cena plnění, postoupení pohledávky dlužníka z poskytnutého úvěru spřízněné osobě, a to v období úpadku dlužníka a bez získání protiplnění, a přistoupení k dluhu spřízněné osoby bez získání protiplnění.

Hakus a.s.

Podle odpůrcí žaloby, podané insolvenčním správcem společnosti, dlužník jako prodávající uzavřel s osobou blízkou jako kupujícím (jediný člen představenstva dlužníka byl předsedou představenstva kupujícího, zároveň je kupující jediným akcionářem dlužníka) kupní smlouvu, na jejímž základě prodal dvě bytové jednotky za cenu 8 mil. Kč. Dlužník vystavil dvě faktury, které ale kupující neuhradil. Místo toho dohodou o vzájemném započtení uzavřenou mezi dlužníkem a osobou blízkou došlo k započtení celé kupní ceny oproti pohledávkám osoby blízké za dlužníkem. Zápočtem nejenže došlo k zániku závazku osoby blízké uhradit kupní cenu, ale též došlo k zániku vybraných závazků dlužníka, které by si za běžného chodu věcí musela osoba blízká přihlásit do insolvenčního řízení přihláškou. Osoba blízká tak spolu s dlužníkem z majetkové podstaty vyvedla dvě bytové jednotky, které mohly sloužit k uspokojení nezajištěných věřitelů.

Další žalovanou transakcí byly převody osobních automobilů dlužníka jako prodávajícího osobě blízké jako kupujícího na základě kupních smluv na částku 330 tis. Kč. Tato cena byla částečně uhrazena a z větší části započtena se závazky dlužníka vůči osobě blízké. Podle argumentace insolvenčního správce byla tato cena absurdně nízká, když cena osobních automobilů více než o rok později od jejich převodu dosahovala částky minimálně 1 mil. Kč, a tedy dlužník převedl automobily za cenu, která byla bezdůvodně podstatně nižší, než je cena obvyklá, tedy bez přiměřeného protiplnění.

MAXI-TIP a.s.

Podle 11 odpůrcích žalob, podaných insolvenčním správcem společnosti, dlužník převedl ze svého bankovního účtu peněžní prostředky ve výši 26,9 mil. Kč ve prospěch 11 blízkých a spřízněných osob. Platby nebyly označeny žádným variabilním symbolem, poznámkou či jakýmkoliv jiným údajem, na jehož základě by bylo možné zjistit důvod převodu. Insolvenční správce pak v rámci své činnosti nedohledal žádné podklady, jež by prokazovaly platný právní titul či popis poskytnutého protiplnění ze strany spřízněných osob. Není tak známo, která osoba jednající za dlužníka o převodu peněžních prostředků rozhodla, která osoba převod peněžních prostředků provedla a z jakého právního důvodu byly peněžní prostředky převedeny. V účetnictví, které bylo žalobkyni zčásti předáno, nebyla dohledána jakákoliv listina osvědčující důvod plateb, které tak insolvenční správce považuje za právní úkony bez přiměřeného protiplnění.

**DOPORUČENÍ PRO VĚŘITELE A INVESTORY Z
POHLEDU FORENZNÍCH VYŠETŘOVATELŮ A
RIZIKOVÉ INDIKÁTORY**

Doporučení pro věřitele a investory

Na základě našich zkušeností s prověřováním třetích stran a využitím zajímavých tipů z veřejných zdrojů²⁶ a institucí²⁷ 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 zavedenou společnost, nebo nově založenou právnickou osobu, případně o tzv. spící společnost, která je sice již několik let zapsaná v obchodním rejstříku, ale „čekala“ na prodej.
- 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 (zároveň ale nutno posoudit, 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 poukazujících na špatné finanční zdraví emitenta, hrozbu úpadku, ztrátového hospodaření.
- Jak vysoké je zadlužení emitenta, vlastní kapitál, obrát, 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 neovládá či není ovládán jinými osobami, 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.
- Zjištění ratingu 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.
- 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.

²⁶ <https://www.lp-life.cz/jsou-vyhodne-dluhopisy-opravdu-take-bezpecne>.

²⁷ https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitel/desatero_investor_podnik_dluhopisy.html.

- 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 účetní 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 problematice 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 zpracované PR za účelem vytvoření pocitu známosti a důvěry ve veřejném prostoru v čase emise. Fakt, že zakladatele, službu nebo značku známe, 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 rizikovitosti podle kalkulačky Scorecard podnikových dluhopisů vydané MinFin – podle těchto faktorů MinFin rozlišuje pět kategorií emitentů (bez ratingu) podle rizikovitosti investice do jejich dluhopisů. Podle vypočtených hodnot posoudit rizikovitost 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 problematice 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 podoby dluhopisu, tj. zda je vydáván jako listinný nebo zaknihovaný či imobilizovaný cenný papír. V případě zaknihovaných a imobilizovaných dluhopisů vstupuje mezi emitenta a vlastníka dluhopisů regulovaný subjekt, jako je centrální depozitář cenných papírů, který je povinen provádět kontroly emitentů z hlediska legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu. Provádění zesílených kontrol v případě neobvyklosti účelu či jiných rizikových faktorů může nepoctivé emitenty odrazovat. Současně jsou nezávisle, třetím subjektem mimo sféru emitenta, evidovány a uchovávány údaje o vlastnících dluhopisů a o transakcích s nimi.
- 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 prodejců 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 portfolio, 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 jejich výplatu do budoucnosti.
- 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 rizikovitosti celé investice.

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 papírů²⁸ 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 rizikovitost 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).²⁹
- Cíleně zavádějící informace navozující dojem garance výnosů a zdůrazňování schválení emise ČNB – 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 plánu³⁰.
- 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.

²⁹ https://www.cnb.cz/cnb/vyrocnizprava_2020.

³⁰ <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 poradenství³¹ – 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 faktory³², 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.

³¹ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozornen237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>.

³² <https://www.kurzy.cz/zpravy/562719-kolik-krve-potece-na-trhu-s-prasivymi-dluhopisy/>.

