

Rizikové podnikové dluhopisy v České republice

Insolvence a nekalé jednání emitentů
podnikových dluhopisů vydaných
v České republice v letech 2013 až 2024

Třetí vydání, duben 2025

O NÁS

Surveillance je forenzní agentura zaměřená na vyšetřování a prevenci sofistikované hospodářské kriminality.

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 insolvenčních řízeních, v obchodních sporech, zpracovávání investigativních zpráv o integritě a pověsti subjektů nebo vyhledávání propojení mezi firmami a jednotlivci.

Tým Surveillance tvoří specialisté s desítkami let zkušeností s forezním vyšetřováním hospodářské kriminality. Experti Surveillance jsou členy respektovaných organizací Association of Certified Fraud Examiners, INSOL Europe, Council of International Investigators a Českého institutu interních auditorů.

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

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

OBSAH

O nás	2
Obsah	3
Úvodem	4
Poděkování	5
Závěry studie	6
Studie	9
Problematika podnikových dluhopisů	10
Velikost trhu podnikových dluhopisů	12
Statistiky emitentů v úpadku a insolvenčním řízení	21
Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů	30
Příklady nových rizikových emitentů od srpna 2022 do listopadu 2023	35
Doporučení pro věřitele a investory	45
Rizikové indikátory	50

ÚVODEM

Třetí vydání této studie navazuje na předchozí druhé vydání studie „Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových podlimitních dluhopisů v České republice vydaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2023“, kterou jsme publikovali v únoru 2024.

Vzhledem k významnému mediálnímu využití našich informací a závěrů jsme tak přistoupili k aktualizaci dat, informací a závěrů od 31. 12. 2023 až do 31. 12. 2024 a uvedli je v tomto třetím vydání naší studie.

Tato studie podrobně popisuje trh podnikových dluhopisů, úpadků a nekalého jednání emitentů k 31. 12. 2024 a vnáší detailní vhléd do temného zákoutí českého investičního trhu vysoce rizikových investičních produktů – podnikových dluhopisů.

I když jsou podnikové dluhopisy naprosto standardními investičními nástroji, z hlediska rizika jsou to spíše vysoce rizikové investice, vhodné pro investory, kteří již mají s investováním dostatečné zkušenosti. Jak ale každoročně pozorujeme na nových úpadcích a kauzách emitentů, na neustále rostoucím objemu emisí a padlých společností v insolventi, povědomí o rizikovitosti podnikových dluhopisů ještě zdaleka nezasáhlo komunitu běžných retailových investorů.

Vzhledem k nárůstu objemu emitovaných podnikových dluhopisů v posledních letech i při pravidelně medializovaných případech podvodného jednání emitentů a zejména vzhledem k narůstajícímu počtu emisí v úpadku je zřejmé, že trh drobných investorů nedokáže rizika investic do podnikových dluhopisů adekvátně vyhodnocovat. I proto bylo naším záměrem umožnit široké veřejnosti získat povědomí o vzniklém problému, který vyplývá 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.

Cílem této studie bylo rovněž vytvořit komplexní obraz nejen o problematice trhu podnikových dluhopisů, ale rovněž o temné straně jejich emitentů. Naší ambicí je, aby měli čtenáři díky této studii povědomí o hrozbách, podvodech i nekalém jednání, které vyplývá 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.

Zpracovali jsme a důkladněověřili 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 České republice. 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. 2024 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 týmu z Centrálního depozitáře cenných papírů, a.s., za poskytnutí datových zdrojů.

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 2024“ navazuje na její druhé vydání z února 2024. Základní zjištění, která vyplývají z analýzy podnikových dluhopisů v České republice vydaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024, 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. Mezi lety 2013 a 2014 vzrostl objem emitovaných podnikových dluhopisů z 11,6 mld. Kč na 113,8 mld. Kč za rok.
- V roce 2024 emitovaly společnosti dluhopisy v souhrnné výši 113,8 mld. Kč (z toho 105,6 mld. Kč nadlimitních a 8,2 mld. Kč podlimitních emisí), tedy nejvíce od začátku sledovaného období (v roce 2013).
- V roce 2024 bylo emitováno 1 032 emisí podnikových dluhopisů, z toho 523 nadlimitních a 509 podlimitních. Prudký nárůst počtu emisí, který probíhal až do roku 2022 (ve kterém bylo vydáno celkem 1 009 emisí), se tak v letech 2023 a 2024 stabilizoval.
- V posledních čtyřech letech vzrostl podíl objemu podlimitních dluhopisů na celkovém objemu emitovaných dluhopisů. Zatímco v období od 2013 do 2020 představovaly podlimitní dluhopisy 4,1 % z celkové částky emitovaných dluhopisů, v období od roku 2021 do 2024 to bylo již 8,6 % z celkové částky dluhopisů.
- Ve sledovaném období let 2013 až 2024 bylo emitováno celkem 5 905 emisí podnikových dluhopisů v souhrnné výši 744 mld. Kč, které byly vydány 1 857 emitenty, z toho:
 - 3 037 nadlimitních emisí ve výši 696,6 Kč (93,6 % z celkové částky emitovaných dluhopisů), průměrná částka emise ve výši 229,4 mil. Kč,
 - 2 868 podlimitních emisí ve výši 47,4 mld. Kč (6,4 % z celkové částky emitovaných dluhopisů), průměrná částka emise ve výši 16,5 mil. Kč.
- Na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise. Až 53 % z celkového počtu emitovaných podnikových dluhopisů bylo vydáno se splatností do tří let (z toho 7 % bylo splatných do jednoho roku) a 35 % z celkového počtu dluhopisů se splatností 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 1 p. b. vyšší roční úrokovou sazbu (8,3 %) než emise nadlimitní (7,3 %). Po růstu průměrných sazeb v letech 2022 až 2023 došlo v roce 2024 k opětovnému snížení úrokových sazeb z 10,2 % na 8,9 % u podlimitních a z 9,8 % na 7,5 % u nadlimitních dluhopisů. V roce 2024 došlo také k opětovnému navýšení rozdílu mezi průměrnými sazbami podlimitních a nadlimitních dluhopisů na 1,45 p. b.
- Zatímco v letech 2013 až 2017 převažovaly emise dluhopisů bez možnosti veřejné nabídky, od roku 2018 došlo ke změně tohoto poměru a převažovaly emise s možností veřejné nabídky. Od roku 2020 objem emisí s možností veřejné nabídky každoročně rostl až na 72 mld. Kč v roce 2024 (63 % celkového objemu).

Statistiky emitentů podnikových dluhopisů v insolinci:

- V roce 2024 bylo zahájeno insolvenční řízení se 74 emitenty dluhopisů, kteří emitovali 6,03 mld. Kč, z toho 2,15 mld. Kč tvořily podlimitní emise. Počet emitentů v insolinci je nejvyšší od roku 2013 a oproti roku 2023 se zdvojnásobil. Nárůst emitentů v insolinci způsobil zejména úpadek společností ze skupin Premiot a Future Farming.
- V roce 2024 vstoupilo státní zastupitelství do 9 insolvenčních řízení a ve 14 insolvenčních řízeních emitentů byly podány žaloby indikující vyvádění majetku ze společností emitentů.
- V období od roku 2013 do roku 2024 skončilo v insolinci 199 emitentů, kteří vydali emise v souhrnné výši 25,26 mld. Kč.

- Celkem 58 emitentů v insolventci vydalo nadlimitní emise v souhrnné výši 19,2 mld. Kč, 141 emitentů v insolventci vydalo podlimitní emise v souhrnné výši 6,0 mld. Kč (někteří emitenti vydali jak nadlimitní, tak podlimitní emise).
- V insolventci skončil v průměru každý desátý emitent (10,7 % z celkového počtu), který vydal dluhopisy v období let 2013 až 2024. Podíl emitentů v insolventci, kteří vydali podlimitní emise je 12,9 % a je tak významně vyšší než podíl emitentů v insolventci ve výši 8,0 %, kteří vydali nadlimitní emise.
- Jednotliví emitenti mohli vydat více emisí dluhopisů. V insolventci skončilo 11,3 % podlimitních emisí a 5,8 % nadlimitních emisí vydaných v letech 2013 až 2024 emitenty, se kterými bylo do 31. 12. 2024 zahájeno insolvenční řízení.
- Z celkového objemu 696,6 mld. Kč emitovaných nadlimitních dluhopisů bylo 2,8 % (19,2 mld. Kč) vydáno emitenty, kteří do 31. 12. 2024 skončili v insolventci. Z celkového objemu podlimitních dluhopisů ve výši 47,4 mld. Kč vydali 12,8 % (6,06 mld. Kč) emitenti, kteří do 31. 12. 2024 skončili v insolventci. Z uvedených zjištění vyplývá, že podlimitní dluhopisy jsou významně rizikovější než dluhopisy nadlimitní, nicméně celkový objem nadlimitních dluhopisů v insolventci je vyšší.
- Problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina emitentů v úpadku skončila v insolventci do tří let po první emisi svých dluhopisů (jedna pětina pak skončila do dvou let). Celkem 12 emitentů skončilo v insolventci do jednoho roku po emisi dluhopisů, 31 emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších 53 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 třetina emitentů v insolventci. Čtvrtina emitentů skončila v insolventci ve věku vyšším než 10 let.
- Více než polovina emitentů (58 %) vůbec nepublikovala své finanční výkazy ve sbírce listin za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů. Do jednoho roku před emisí publikovala pětina emitentů, do dvou let od data emise dalších 16 %. 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 insolventci, nabízeli o 0,11 p. b. až 4,15 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:
 - Ponziho schéma (tzv. letadlo) – schéma, ve kterém emitent slibuje k nalákání investorů vysoké úroky a investor svěruje 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 ve skutečnosti byl. 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 financování konkrétních projektů, jejichž výnosy by měly 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 pevně stanovenou dobu, což umožňuje přesně předpovědět výši návratnosti takové investice. To výrazně snižuje riziko investice do dluhopisů 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 studie, 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 kamkoli 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) přiděleno identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (tzv. ISIN). Tato povinnost platí pro listinné i zaknihované dluhopisy. Emitent může vydat dluhopisy jen tehdy, pokud byly nejpozději k datu jejich emise investorům zpřístupněny emisní podmínky (např. na webových stránkách emitenta nebo v sídle emitenta ve formě brožury).

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 dvě rizika 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, druhým nejvýznamnějším 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 jejich dopad se plně projeví až v okamžiku, kdy emitent přestane vyplácet slíbené úroky a nominál, případně až když emitent skončí v insolvenci. Rozsah a dopad výše uvedených rizik, jež mají vliv na nárůst úpadků emitentů, vzniku podvodů a manipulací u emisí rizikových podnikových dluhopisů, jsme prozkoumali a popsali v části „Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů“.

Jeden z důvodů expanze emitovaných dluhopisů vyplývá ze 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 nevýkonných či nově založených společností tak prezentují jako rádobý bezpečné investice, přičemž jejich lži běžní investoři nedokážou rozpoznat. Toto účelové jednání vydrží prodejcem 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 emitenta.

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 i 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 schématu (tzv. letadla).

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 schvalování emisních podmínek pro dluhopisy s celkovou emitovanou částkou do částky 1 mil. eur (24,5 mil. Kč, podle aktuálního kurzu) ze strany ČNB. Vydání malých podlimitních emisí podnikových dluhopisů do této částky se tak stalo prakticky neregulovanou, nehlídanou a velmi rizikovou částí investičního trhu a nabídka těchto podlimitních, vysoce rizikových podnikových dluhopisů tak za poslední roky nekontrolovaně narostla.

Podnikových dluhopisů je na českém trhu emitováno velké množství, a jsou 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 získat komplexnější data o trhu s podnikovými dluhopisy v České republice, a to mimo jiné i díky spolupráci s Centrálním depozitářem cenných papírů.

Metodologie

V této studii jsou používány následující klíčové termíny:

- **Registrace dluhopisů** představuje jejich zaevidování v systému Centrálního depozitáře cenných papírů (CDCP) a přidělení ISIN. Tento krok je administrativním předpokladem pro následnou emisi dluhopisů, avšak sám o sobě neznamená jejich vydání či uvedení na trh.
- **Emise dluhopisů** označuje jejich faktické vydání emitentem. Dluhopisy se tímto krokem stávají způsobilými k obchodování či dalšímu nabízení investorům.
- **Úpis** dluhopisů označuje proces samotného prodeje investorům. Může probíhat buď neveřejně formou privátních transakcí (např. prodej vybraným investorům), nebo prostřednictvím veřejné nabídky, kdy jsou dluhopisy dostupné širšímu okruhu investorů na trhu.

Data o objemu emitovaných dluhopisů uvedená v této studii vycházejí zejména z:

- **Databáze dluhopisů registrovaných u CDCP:** obsahuje podlimitní i nadlimitní dluhopisy registrované v ČR. Databáze CDCP neobsahuje informaci o tom, zda po registraci listinných dluhopisů došlo také k jejich emisi.
- **Registru prospektů ČNB:** obsahuje všechny prospekty dluhopisů schválené a zveřejněné ČNB. Databáze neobsahuje informace o emisích, jejichž prospekty nepodléhají schválení ČNB, jako jsou emise podlimitních dluhopisů nebo emise nadlimitních dluhopisů, které nejsou určeny k veřejné nabídce.
- **Dalších databází a zdrojů informací o dluhopisech** dohledaných v otevřených zdrojích.

Upozorňujeme, že celkový objem dluhopisových emisí vychází zejména z databáze CDCP, a proto souhrnná částka emisí odpovídá maximální výši emise uvedené při registraci dluhopisu v CDCP. To znamená, že objem skutečně upsaných dluhopisů se může lišit od objemu emisí uvedených v této studii:

- jelikož neexistuje centrální evidence skutečně upsaného objemu dluhopisů,
- nelze ověřit, zda po zaregistrování dluhopisu skutečně došlo k emisi a úpisu dluhopisů,
- část registrovaných dluhopisů je nabízena neveřejně a
- informace o emisi mohly být v průběhu času z otevřených zdrojů odstraněny nebo byly publikovány ve zdrojích, které nám nebyly dostupné.

Data uvedená v této studii zahrnují pouze podnikové dluhopisy bez dluhopisů emitovaných finančními institucemi a státem.

Vzhledem k průběžnému získávání nových dat a z důvodu zpřesňování již získaných informací o emisích (například na základě publikování dat o dluhopisových závazcích v insolvenčním rejstříku pro emitenty v úpadku), mohou být data uvedená v této studii mírně odlišná od dat uvedených v předchozích studiích.

Velikost trhu podnikových dluhopisů (bez finančních institucí a státu)

Ve veřejně dostupných zdrojích jsme identifikovali 5 905 nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v České republice, jejichž celková hodnota dosáhla 744 mld. Kč. Tyto dluhopisy emitovalo 1 857 společností v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024.

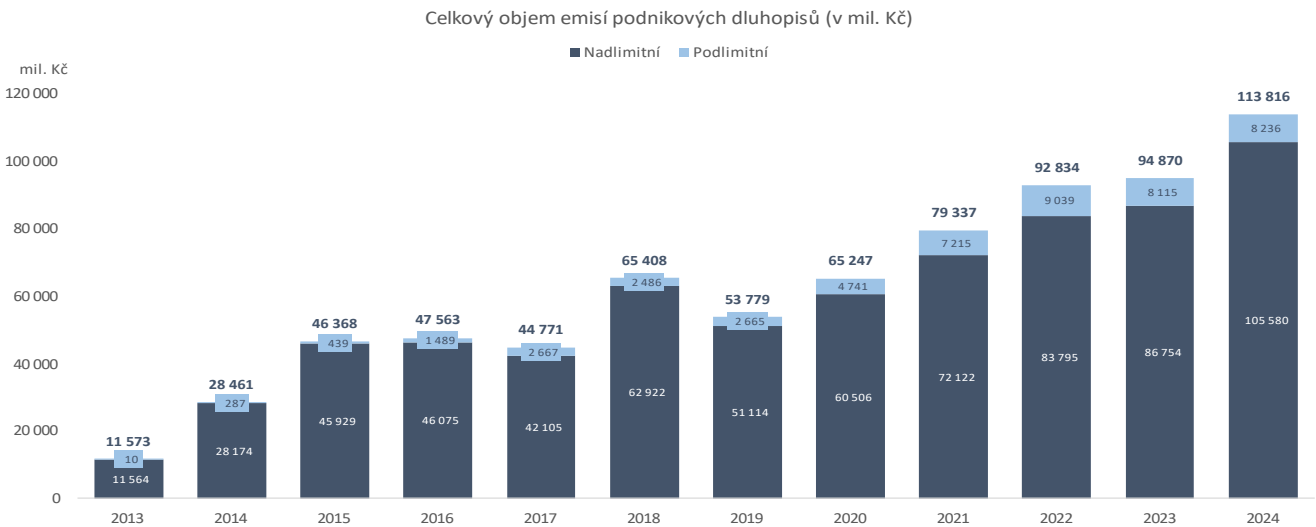
Celkový vývoj počtu a částky emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 zobrazuje následující tabulka (částky v mil. Kč):

Rok emise	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Celkem
Objem emise													
Nadlimitní	11 564	28 174	45 929	46 075	42 105	62 922	51 114	60 506	72 122	83 795	86 754	105 580	696 639
Podlimitní	10	287	439	1 489	2 667	2 486	2 665	4 741	7 215	9 039	8 115	8 236	47 388
Celkem	11 573	28 461	46 368	47 563	44 771	65 408	53 779	65 247	79 337	92 834	94 870	113 816	744 027
Počet emisí													
Nadlimitní	27	70	96	161	160	197	199	280	344	475	505	523	3 037
Podlimitní	1	18	33	99	159	142	155	288	422	534	508	509	2 868
Celkem	28	88	129	260	319	339	354	568	766	1 009	1 013	1 032	5 905

Z tabulky vyplývá, že emitenti nadlimitních podnikových dluhopisů vydali celkem 3 037 emisí v souhrnné výši 696,6 mld. Kč a emitenti podlimitních podnikových dluhopisů vydali celkem 2 868 emisí v souhrnné výši 47,4 mld. Kč. Průměrná částka emise od roku 2013 do roku 2024 byla ve výši 229,4 mil. Kč u nadlimitních emisí a 16,5 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. 2024 zobrazuje následující graf (v mil. Kč, podle roku emise)



V roce 2024 emitovaly společnosti v ČR podlimitní a nadlimitní dluhopisy ve výši 113,8 mld. Kč (z toho 105,6 mld. Kč nadlimitních a 8,2 mld. Kč podlimitních emisí), tedy nejvíce od začátku sledovaného období. V roce 2024 tak bylo emitováno o 18,9 mld. Kč více podnikových dluhopisů než v roce 2023 (94,9 mld. Kč).

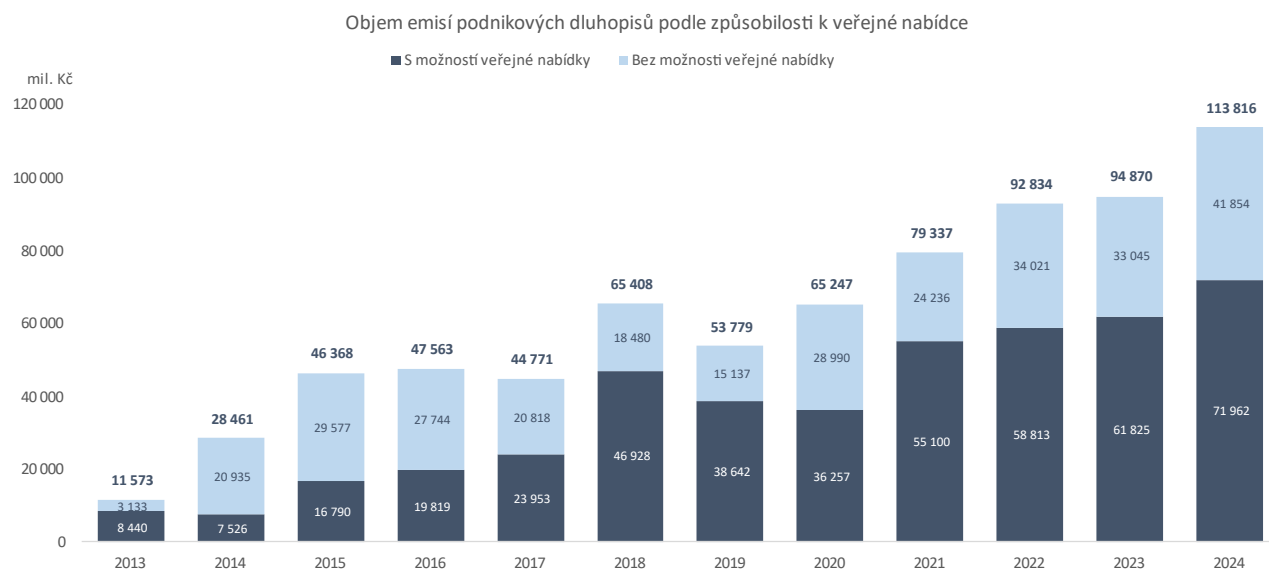
Ve srovnání s nadlimitními emisemi je částka podlimitních emisí významně nižší, celková částka podlimitních dluhopisů tvoří pouze 6,8 % z celkové částky emitovaných dluhopisů ve sledovaném období 2013 až 2024. Podíl podlimitních dluhopisů (které považujeme za rizikovější) vůči celkové emitované částce dluhopisů vzrostl ze 4,1 % v období od 2013 do 2020 na 8,6 % v období od 2021 do 2024. Jedním z hlavních důvodů nárůstu podílu podlimitních emisí je pravděpodobně zavedení povinnosti registrace podlimitních dluhopisů u CDCP.

Objem emitovaných podnikových dluhopisů podle možnosti jejich veřejné nabídky

Podnikové dluhopisy mohou být nabízeny investorům veřejně nebo prostřednictvím neveřejných nabídek určených omezenému okruhu zájemců. U nadlimitních dluhopisů je jejich veřejná nabídka regulována zákonem a vyžaduje schválení prospektu ze strany ČNB. Podlimitní emise mohou být také nabízeny veřejně a schválení prospektu ze strany ČNB nevyžadují.

Nadlimitní dluhopisové emise, které nemají schválený prospekt ČNB, nemohou být veřejně nabízeny a jejich distribuce podléhá omezením. Nadlimitní emise bez schváleného prospektu tak mohou být nabízeny pouze kvalifikovaným investorům, případně nemusely být vůbec emitovány.

Podnikové dluhopisy tak můžeme rozdělit do dvou skupin – dluhopisy s možností veřejné nabídky a bez možnosti veřejné nabídky. Následující graf ukazuje celkový objem dluhopisů emitovaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024, rozčleněný podle možnosti veřejné nabídky na dvě kategorie (částka v mil. Kč, podle roku emise):

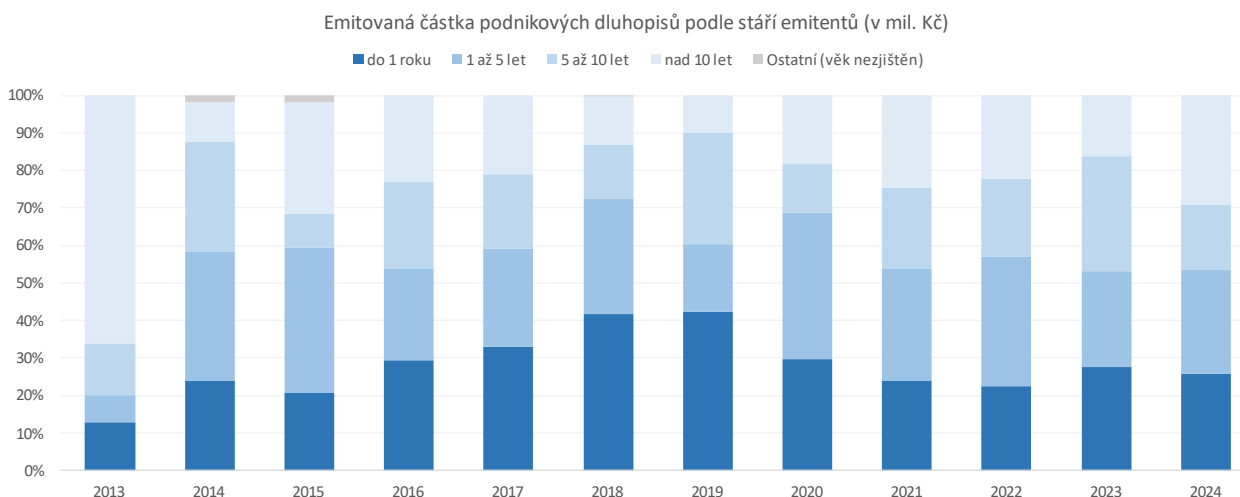


Zatímco v letech 2013 až 2017 převažovaly emise dluhopisů bez možnosti veřejné nabídky, od roku 2018 došlo ke změně tohoto poměru a převažovaly emise s možností veřejné nabídky. Od roku 2020 objem emisí s možností veřejné nabídky každoročně rostl až na 72 mld. Kč v roce 2024.

Přehled 20 nejvýznamnějších emitentů dluhopisů v roce 2024, rozčleněn podle možnosti veřejné nabídky, je uveden v následující tabulce (maximální objem emise, v Kč):

Možnost veřejné nabídky	Název emitenta	Maximální objem emise dluhopisů
S možností veřejné nabídky	České dráhy, a.s.	8 001 000 000 Kč
	KKCG Financing a.s.	6 000 000 000 Kč
	Českomoravská Projektová VII a.s.	4 250 000 000 Kč
	Rohlik.cz Finance II a.s.	4 000 000 000 Kč
	ENERGO-PRO Green Finance s.r.o.	3 500 000 000 Kč
	UNICAPITAL Invest IX a.s.	3 300 000 000 Kč
	Accolade Finco Czech 1, s.r.o.	3 000 000 000 Kč
	SAB Holding a.s.	2 311 000 000 Kč
	JTPEG Financing CZ I, a.s.	2 000 000 000 Kč
	J&T Global Finance XVI., s.r.o.	2 000 000 000 Kč
Bez možnosti veřejné nabídky	MACHOVIA SE	4 800 000 000 Kč
	EXPRESS MONEY s.r.o.	3 791 200 000 Kč
	Alza.cz a.s.	3 000 000 000 Kč
	UNICAPITAL Invest VI a.s.	2 000 000 000 Kč
	Brownfield Beroun a.s.	2 000 000 000 Kč
	Reflex Capital SE	1 500 000 000 Kč
	Energy financial group a.s.	1 479 450 000 Kč
	ŠKODA A.S.	1 469 678 750 Kč
	VIGO Project Financing a.s.	1 411 200 000 Kč
	Energetický a průmyslový holding, a.s.	1 016 700 000 Kč

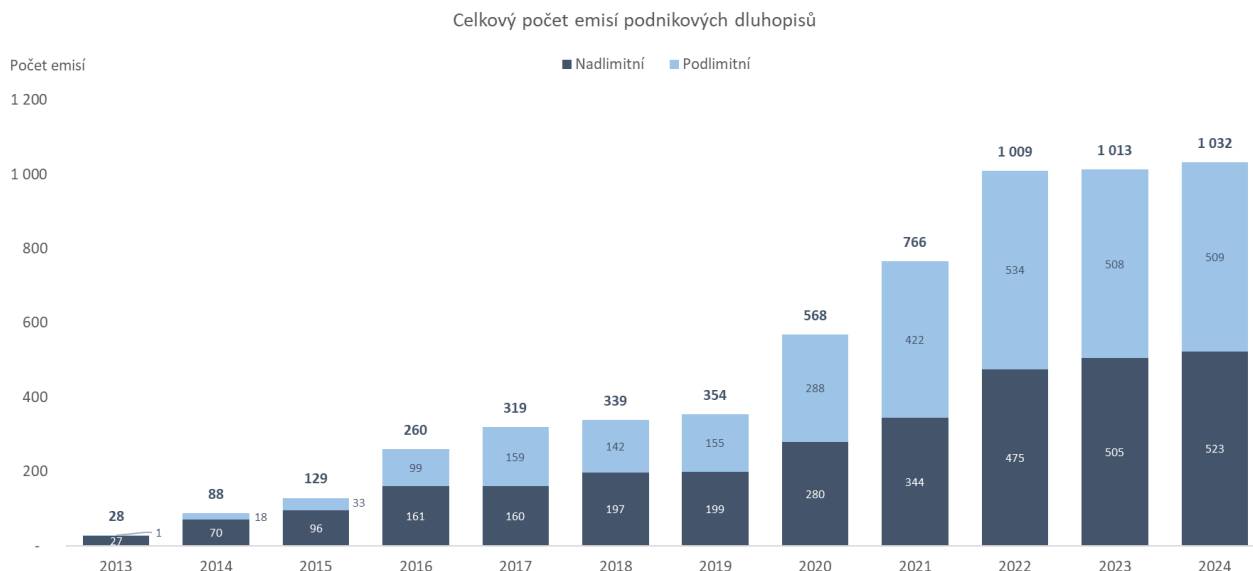
Strukturu stáří emitentů ke dni emise rozčleněné podle emitované částky a roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 zobrazuje následující graf (v %, podle roku emise):



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 do roku 2023 to byli zejména emitenti existující od jednoho roku do pěti let. V roce 2024 emitovali největší objem dluhopisů (29,1 %) emitenti zapsaní do obchodního rejstříku více než 10 let před datem emise. V roce 2024 bylo průměrné stáří emitenta ke dni emise 6,03 roku (bez ohledu na objem emise).

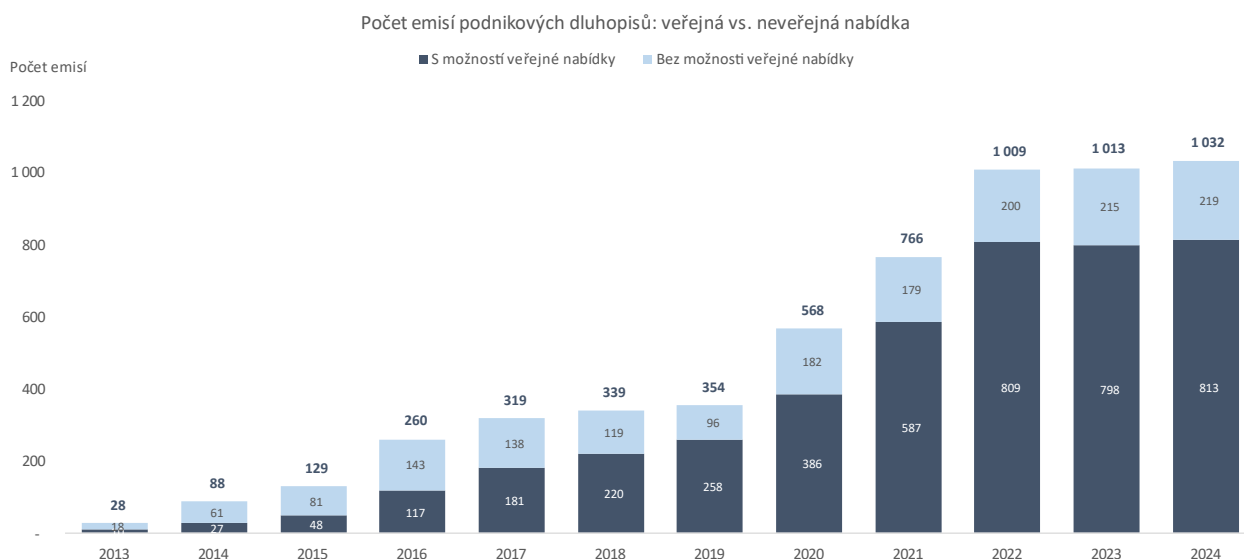
Počet emisí podnikových dluhopisů

Vývoj počtu nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů podle roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 zobrazuje následující graf:



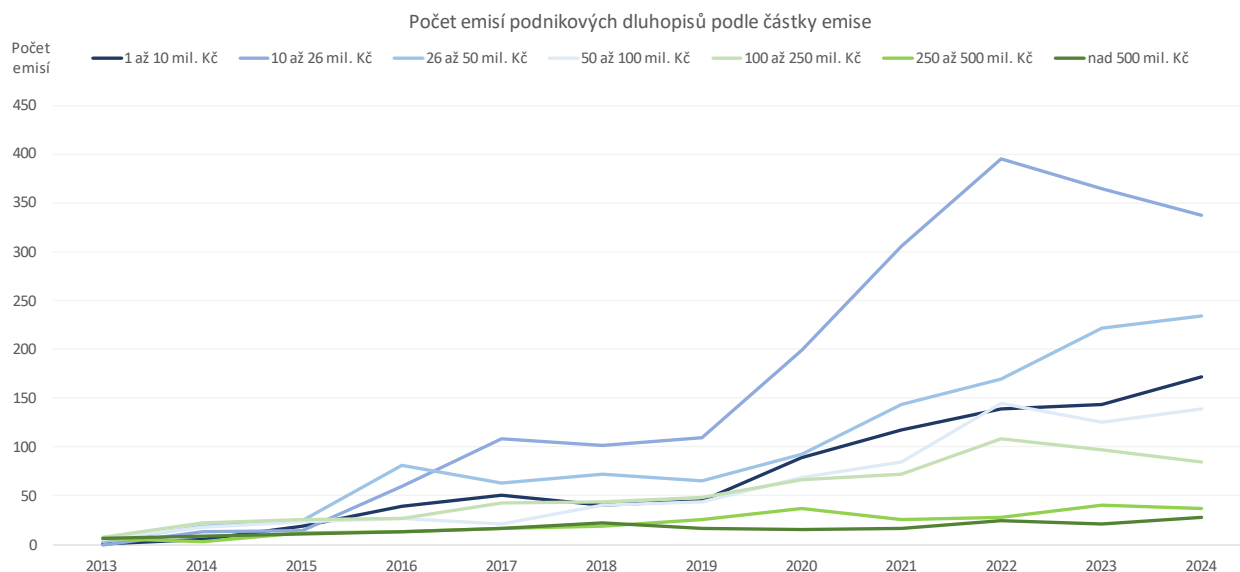
Z grafu vyplývá, že počet podlimitních i nadlimitních emisí podnikových dluhopisů rostl v průběhu celého sledovaného období, a to průměrně o 39 % ročně. V letech 2021 až 2024 již počet emisí spíše stagnoval a v roce 2024 bylo vydáno celkem 1 032 emisí, tedy pouze o 19 emisí více než v roce 2023. Od roku 2020 tvoří podlimitní emise přibližně polovinu počtu všech emisí.

Celkový počet dluhopisových emisí podle možnosti jejich veřejné nabídky emitovaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 (podle roku emise):



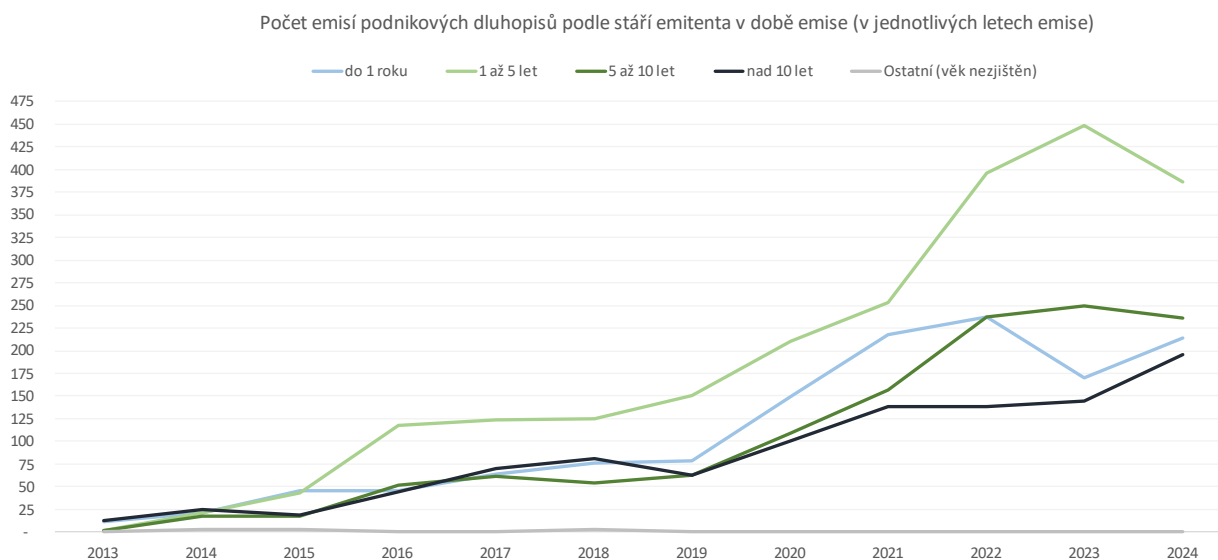
Celkový nárůst v počtu emisí mezi lety 2013 až 2024 byl způsoben zejména nárůstem počtu emisí s možností veřejné nabídky, které každoročně tvoří 70 až 80 % všech emisí vydaných od roku 2017.

Vývoj počtu emitovaných nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů, rozčleněný podle částky emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024, zobrazuje následující graf:



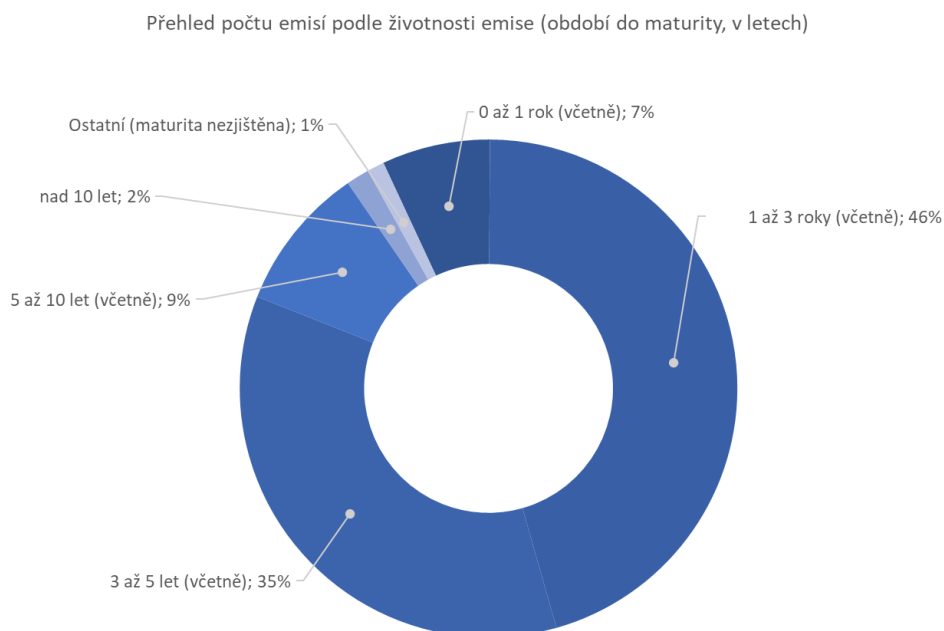
Z grafu vyplývá, že nejvyšší počet emitovaných dluhopisů byl v kategorii podlimitních emisí od 10 mil. Kč do 26 mil. Kč.

Přehled struktury stáří emitentů ke dni emise na základě emitované částky a roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 zobrazuje následující graf:



Z grafu vyplývá, že počet emitovaných dluhopisů byl nejvyšší v kategorii od jednoho roku do pěti let existence emitenta. V roce 2024 se téměř vyrovnal podíl emitentů existujících 5 až 10 let (23 %), do 1 roku (21 %) a více než 10 let (19 %). Z popsaného vývoje tak vyplývá, že vysoký počet emisí je pravidelně vydáván zejména novými či krátce existujícími společnostmi (do 5 let existence).

Přehled počtu emisí podle životnosti emise, tj. časového období od emise do splatnosti dluhopisu, v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 zobrazuje následující graf (v %):



Z údajů, u kterých byla životnost uvedena (u 98,9 % 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 – téměř polovina (45,5 %) emitovaných podnikových dluhopisů byla vydána na období do tří let. Pouze 10,9 % dluhopisů bylo emitováno na období delší 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. 2024 rozčleněné podle typu emise, je zobrazen v následujícím grafu (v %, vzhledem k nedostatečným informacím o úrokových sazbách emisí z roku 2013, uvádíme vývoj sazeb až od roku 2014):



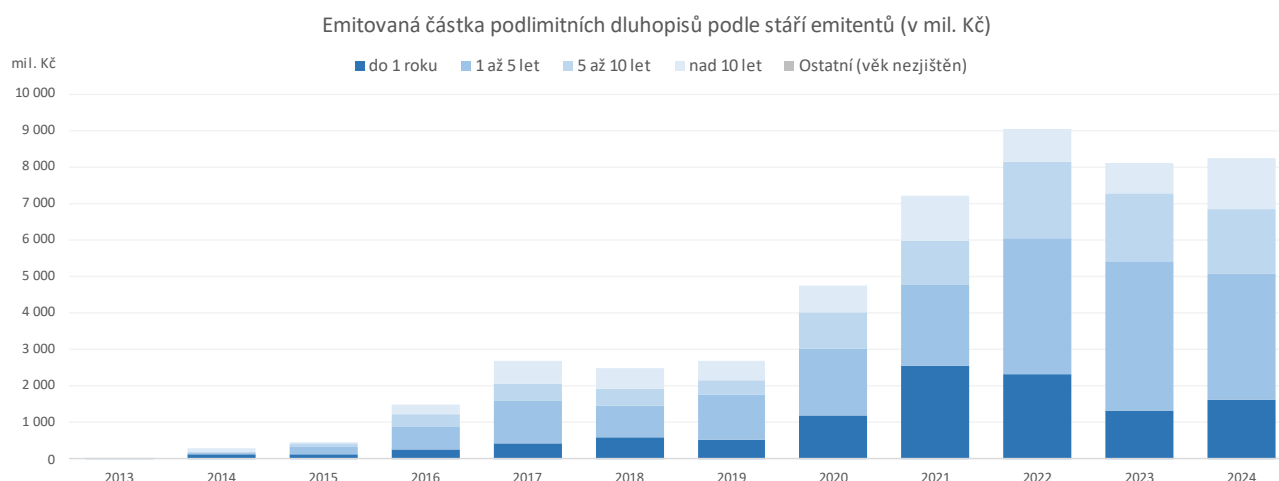
Z grafu vyplývá, že průměrné úrokové sazby podlimitních dluhopisů jsou vyšší než průměrné úrokové sazby dluhopisů nadlimitních. Průměrná úroková sazba podlimitních dluhopisů ve sledovaném období činila 8,3 % a průměrná sazba nadlimitních dluhopisů byla ve výši 7,3 %. Mezi lety 2023 a 2024 došlo k opětovnému snížení úrokových sazeb z 10,2 % na 8,9 % u podlimitních a z 9,8 % na 7,5 % u nadlimitních dluhopisů. V roce 2024 došlo také k opětovnému navýšení rozdílu mezi průměrnými sazbami podlimitních a nadlimitních dluhopisů na 1,45 p. b.

Podlimitní emise

Pojem „podlimitní emise“ označuje takovou emisi dluhopisů, u níž celkový objem veřejně nabízených dluhopisů stejného druhu je nižší než 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. 2024 vydáno 2 868 podlimitních emisí v souhrnné částce 47,4 mld. Kč.

Vývoj částky podlimitních dluhopisů emitovaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024, 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. 2024, rozčleněné podle stáří emitentů a roku vydání emise, je zobrazen v následující tabulce (v mil. Kč):

Rok emise	do 1 roku	od 1 do 5 let	od 5 do 10 let	nad 10 let	Celkem
2013	10	–	–	–	10
2014	116	30	30	111	287
2015	109	209	95	26	439
2016	244	654	315	276	1 489
2017	431	1 164	448	625	2 667
2018	580	869	479	557	2 486
2019	516	1 239	402	508	2 665
2020	1 198	1 809	1 006	727	4 741
2021	2 547	2 225	1 218	1 225	7 215
2022	2 324	3 712	2 111	892	9 039
2023	1 313	4 094	1 870	838	8 115
2024	1 616	3 464	1 757	1 399	8 236
Celkem	11 003	19 467	9 732	7 185	47 388

Z přehledů vyplývá, že objem emitovaných podlimitních dluhopisů prudce 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 roku 2020 existuje povinnost registrovat podlimitní dluhopisy v Centrálním depozitáři cenných papírů a přidělení ISIN.

Mezi lety 2023 a 2024 došlo k mírnému navýšení objemu podlimitních emisí z 8,12 mld. Kč v roce 2023 na 8,24 mld. Kč v roce 2024. Jedná se o historicky druhou nejvyšší souhrnnou částku emitovaných podnikových dluhopisů od roku 2013. V letech 2022 až 2024 tedy došlo k ustálení objemu emitovaných podlimitních dluhopisů mezi 8 až 9 mld. Kč ročně.

ÚPADKY EMITENTŮ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

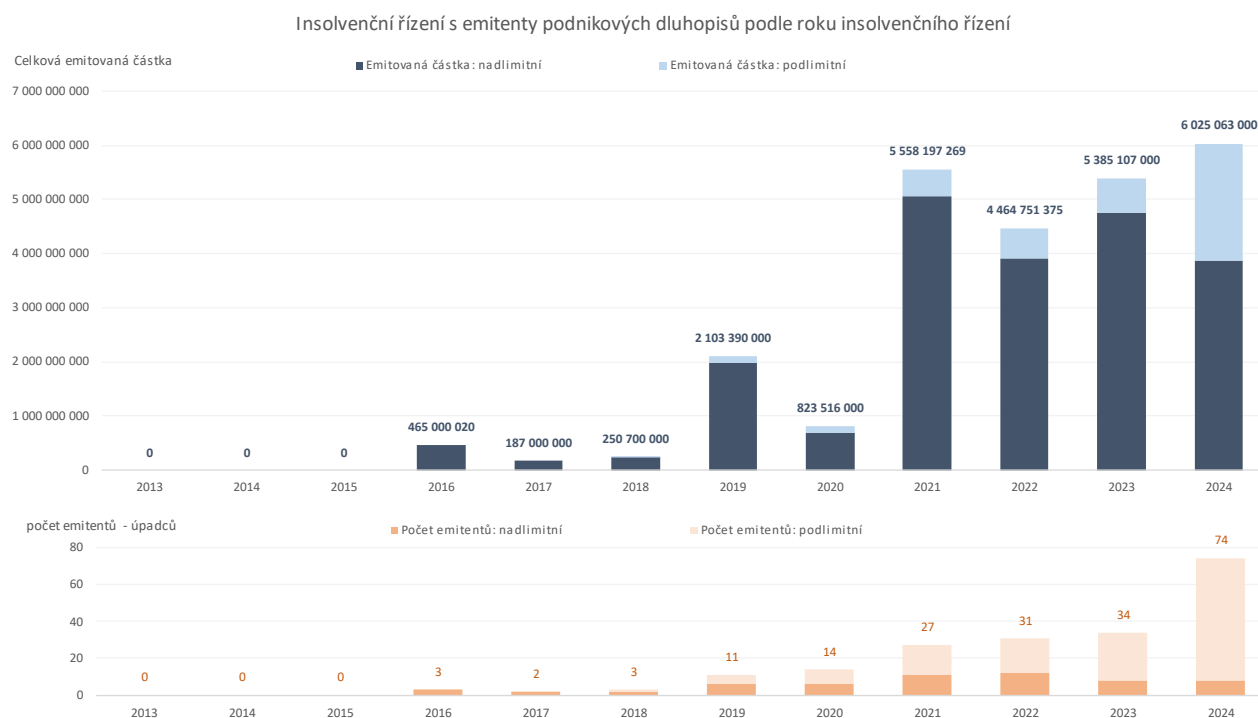
Statistiky emitentů v insolenci

Následující část naší studie obsahuje informace o emitentech, kteří vydali podnikové dluhopisy na českém dluhopisovém trhu v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 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 databázích s databází insolvenčního rejstříku ISIR.

V předchozí kapitole byl popsán vývoj emitovaných podlimitních podnikových dluhopisů, který od roku 2012 každoročně rostl. Počet emitentů dluhopisů, kteří skončili v insolvenčním řízení, protože nebyli schopni splácet nejen slíbené kupony (úroky), ale také jistinu dluhopisů, rovněž rostl, a v roce 2024 dokonce nejvýznamněji z celého sledovaného období.

V období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 skončilo v insolvenčním řízení celkem 199 emitentů dluhopisů, kteří vydali podlimitní a nadlimitní emise v souhrnné emitované částce 25,26 mld. Kč. V insolenci skončili emitenti, kteří vydali 21,18 mld. Kč nadlimitních emisí a 4,08 mld. Kč podlimitních emisí. Počet emitentů, kteří v daném roce skončili v insolenci, se každoročně zvyšuje již od roku 2018, přičemž v roce 2024 došlo k nejvýznamnějšímu nárůstu počtu emitentů a objemu jimi vydaných dluhopisů v insolenci.

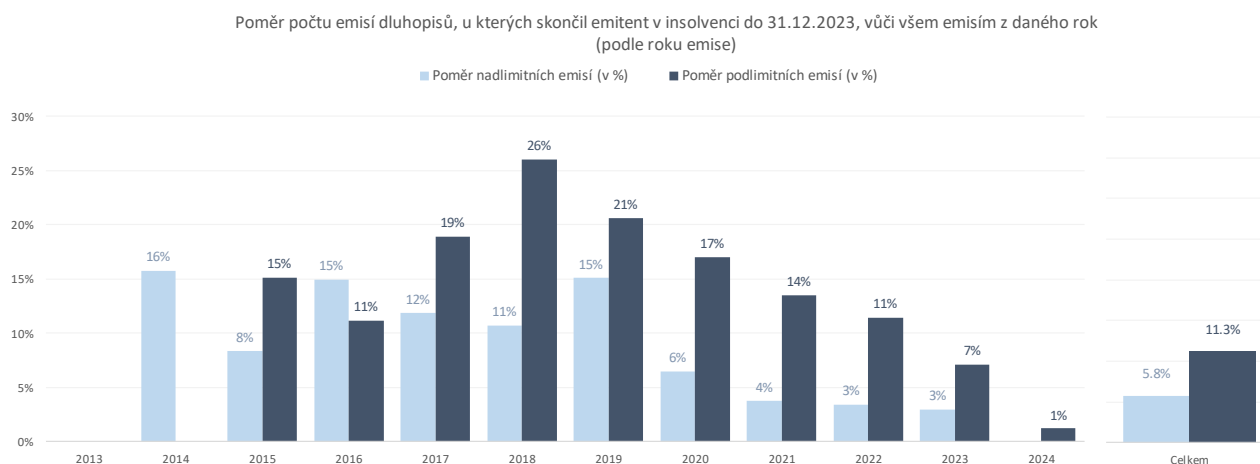
Vývoj počtu emitentů podnikových dluhopisů podle roku zahájení insolvenčního řízení a podle objemu vydaných emisí je znázorněn v následujícím grafu (v Kč):



V roce 2024 bylo zahájeno insolvenční řízení se 74 emitenty, kteří v minulosti vydali dluhopisy za 6,03 mld. Kč, z toho 2,15 mld. Kč podlimitních dluhopisů. Jedná se o více než dvojnásobný počet emitentů v insolenci oproti roku 2023 (34) a zároveň nejvyšší počet emitentů i objem emisí od roku 2013.

Tento vysoký počet emitentů v insolenci s vysokým podílem podlimitních emisí byl způsoben zejména úpadkem několika skupin (např. skupiny Premiot a Future Farming), které za účelem vyhnutí se povinnosti schválení prospektu ČNB, vydávali podlimitní emise přes desítky propojených účelových společností.

Vývoj **poměru počtu emisí** dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024, vůči počtu emisí z roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



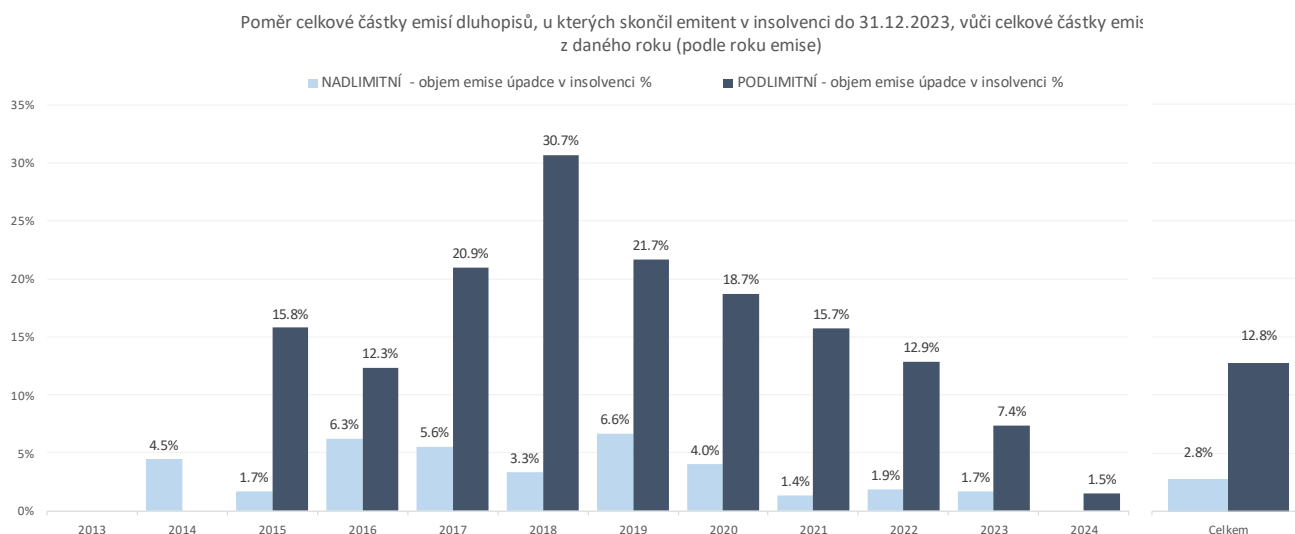
V období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 skončili v insolventci emitenti, kteří vydali nadlimitní emise dluhopisů v souhrnné výši 19,20 mld. Kč (175 z 3 037 nadlimitních emisí, tj. průměrně 5,8 % z celkového počtu nadlimitních dluhopisů) a podlimitní emise dluhopisů v souhrnné výši 6,06 mld. Kč (324 z 2 861 podlimitních emisí, tj. průměrně 11,3 % z celkového počtu všech podlimitních dluhopisů).

Každý z emitentů mohl vydat více než jednu emisi, proto jsme analyzovali také počet a podíl emitentů v insolventci. V průběhu let 2013 až 2024 skončilo v insolventci 199 z 1 853 emitentů (tj. 10,73 %), z toho:

- 58 ze 722 (tj. 8,03 %) emitentů všech nadlimitních dluhopisů,
- 141 z 1 131 (tj. 12,47 %) emitentů všech podlimitních dluhopisů.

V insolventci sice skončilo o 83 emitentů podlimitních dluhopisů více než emitentů nadlimitních dluhopisů, ale celková částka nadlimitních emisí byla trojnásobná 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. 2024, vůči částce všech emisí z daného roku emise, je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2024 skončili v insolvenční emitenti, kteří vydali podnikové dluhopisy v souhrnné výši 25,26 mld. Kč. Tato částka představuje 3,4 % z celkového objemu vydaných dluhopisů ve výši 743,85 mld. Kč. Významný rozdíl je však mezi poměrem částky podlimitních a nadlimitních emitovaných dluhopisů v insolvenční, ve které skončilo v průměru:

- 2,8 % (19,20 mld. Kč) z celkového objemu emisí nadlimitních dluhopisů (696,64 mld. Kč),
- 12,8 % (6,06 mld. Kč) z celkového objemu emisí podlimitních dluhopisů (47,38 mld. Kč).

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

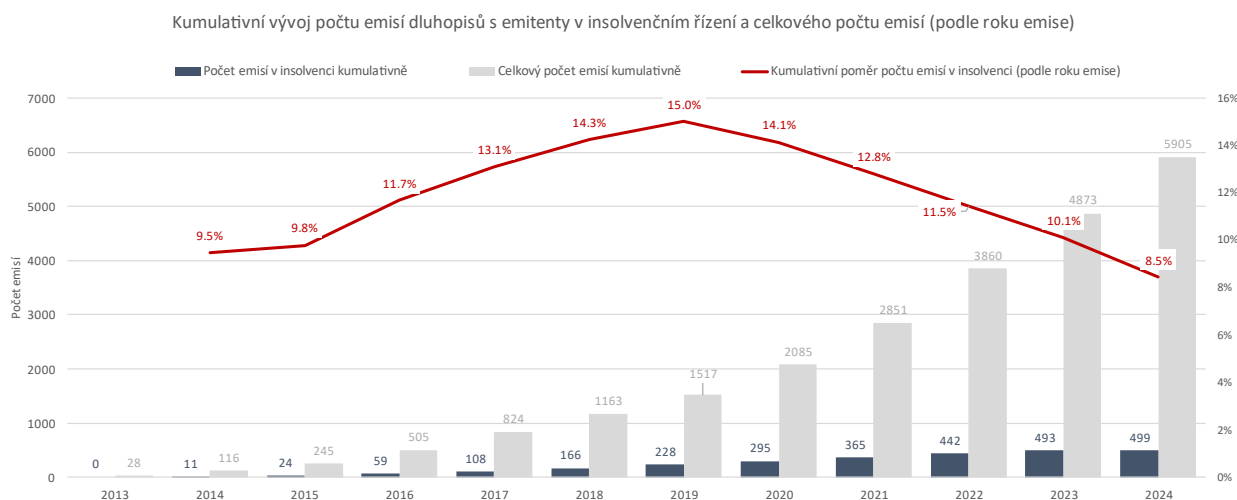
Z výše uvedeného grafu vyplývá nárůst emitované částky dluhopisů emitenty v insolvenční zejména z emisí vydaných v roce 2018, kdy z celkové částky emitovaných podlimitních dluhopisů ve výši 2,49 mld. Kč skončily v insolvenční dluhopisy ve výši až 762,58 mil. Kč, tj. až 30,7 % z celkové emitované částky 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 insolvenční 5,6 % až 6,6 % objemu všech emitovaných dluhopisů.

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

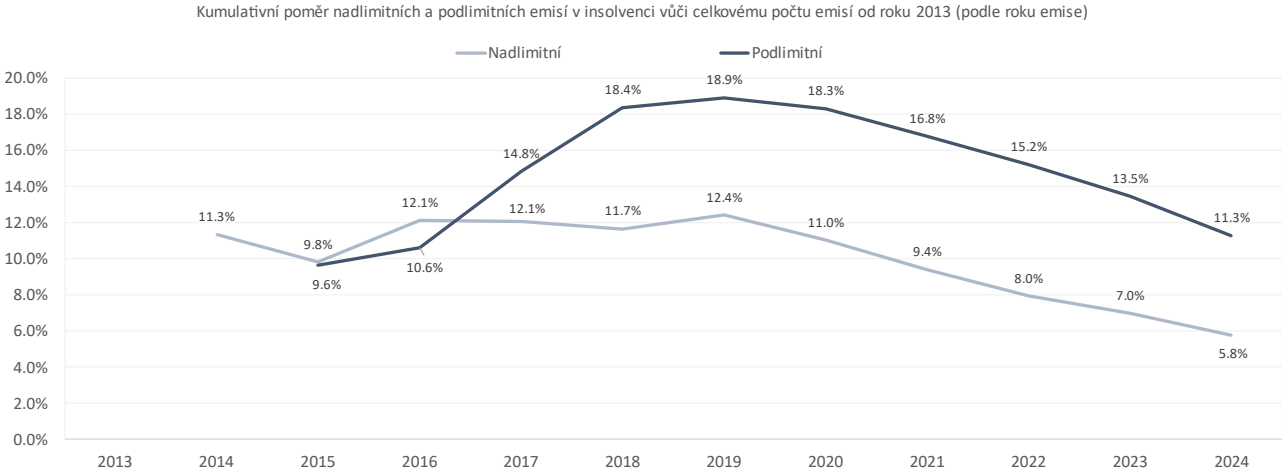
Z výsledků uskutečněných analýz tak vyplývá, že k 31. 12. 2024 byli v insolvenční emitenti dluhopisů, kteří emitovali až 3,4 % z celkového objemu všech dluhopisů vydaných v letech 2013 až 2024. Z toho emitenti podlimitních dluhopisů v insolvenční emitovali celkem 11,5 % veškerého objemu podlimitních emisí. U emisí z let 2021 až 2024 jsou data zkreslená skutečností, že část emisí ještě není splatná 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. 2024, vůči všem emisím z daného roku emise a doplněný o počet emisí, je znázorněn v následujícím grafu (v %):



V období od roku 2014 do roku 2019 kumulativní poměr počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku, rostl z 9,5 % na 15,0 % k 31. 12. 2019. Od roku 2020 kumulativní poměr emitentů v insolvenční klesá. Tento pokles je však z velké míry způsoben skutečností, že významná část emisí dluhopisů od roku 2021 ještě není splatná. Po uplynutí doby splatnosti emisí z let 2021 až 2024 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. 2024, vůči všem emisím z daného roku emise, je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Graf znázorňuje kumulativní hodnoty poměru počtu emisí v insolvenční vůči všem emisím vydaným v daném roce pro **podlimitní a nadlimitní emise** dluhopisů od 1. 1. 2013. Z vývoje vyplývá, že emitenti podlimitních emisí končili častěji v insolvenční než emitenti nadlimitních emisí. Poměr počtu podlimitních emisí v insolvenční ke kumulativnímu počtu emisí dosáhl maximální výše 18,9 % emisí k 31. 12. 2019. Následně poměr klesá až na úroveň 11,3 % k 31. 12. 2024. Nadlimitní emise měly nejvyšší kumulativní hodnotu poměru ve výši 12,4 % k 31. 12. 2019, následně poměr klesá až na úroveň 5,9 % k 31. 12. 2024.

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, ale emitenti skončili v insolvenční až v dalších letech.

Následující tabulka znázorňuje přehled emitentů dluhopisů (seřazený podle názvu emitenta) s insolvenčním řízením zahájeným v roce 2024, rozčleněný podle částky na nadlimitní a podlimitní emise (tj. emitenti se mohou vyskytovat v obou skupinách, částky v mil. Kč):

Kategorie emitenta (podle největší emise)	Název emitenta	Objem emitovaných dluhopisů v Kč
Nadlimitní	GFF Invest s.r.o.	1 089 173 000
	UNIPRO SPE01 SE	790 990 000
	Profit&Prosper s.r.o.	560 000 000
	Bortero SE	450 000 000
	Aquaponic Farming Technology s.r.o.	399 450 000
	GALMET, spol. s r.o.	370 875 000
	BonFood s.r.o.	175 800 000
	GFF Capital s.r.o.	37 000 000
	Celkem	3 873 288 000
Podlimitní	Nastav.it s.r.o.	100 000 000
	RADINOV a.s.	90 000 000
	Future Farming Venture s.r.o.	85 000 000
	FRIGOSERVIS s.r.o.	75 000 000
	GFF Asset s.r.o.	74 500 000
	Future Mining Asset s.r.o.	73 500 000
	GFF Private s.r.o.	73 225 000

Kategorie emitenta (podle největší emise)	Název emitenta	Objem emitovaných dluhopisů v Kč
	DEPRO-STAVBY A INVESTICE s.r.o.	69 000 000
	Future Farming Invest s.r.o.	50 000 000
	Future Farming Development s.r.o.	50 000 000
	Future Farming Invest II. s.r.o.	50 000 000
	Future Farming Invest III. s.r.o.	50 000 000
	Anodius.ai, s. r. o.	50 000 000
	Future Farming Asset s.r.o.	50 000 000
	Anodius CZ s.r.o.	49 000 000
	Future Farming Finance s.r.o.	45 000 000
	FURNITURE PRODUCTION s.r.o.	31 800 000
	FURNITURE CONCEPT s.r.o.	29 800 000
	Apartmány Mýto pod Ďumbierom I., s.r.o.	25 000 000
	Česká Žula Strojní VI. s.r.o.	25 000 000
	KD Chemiko s.r.o.	25 000 000
	BD P5 Skalka VI. s.r.o.	25 000 000
	GFF Private V s.r.o.	25 000 000
	BD P5 Skalka IV. s.r.o.	25 000 000
	Apartmány Mýto pod Ďumbierom II., s.r.o.	25 000 000
	BD P5 Skalka II. s.r.o.	25 000 000
	Invest Gates Group, s.r.o.	25 000 000
	Premiot Property Group a.s.	25 000 000
	Future Farming, s.r.o.	25 000 000
	Global Apis s.r.o.	25 000 000
	Apartmány Mýto pod Ďumbierom III., s.r.o.	25 000 000
	Česká Žula Strojní V s.r.o.	25 000 000
	Apartmány Mýto pod Ďumbierom IV., s.r.o.	25 000 000
	Česká Žula Strojní IV. s.r.o.	25 000 000
	Česká Žula Strojní I. s.r.o.	25 000 000
	Česká Žula Strojní II. s.r.o.	25 000 000
	Česká Žula Strojní III. s.r.o.	25 000 000
	BD P5 Skalka III. s.r.o.	25 000 000
	BD P5 Skalka VII. s.r.o.	25 000 000
	Real Value Invest, s.r.o.	25 000 000
	BD P5 Skalka I. s.r.o.	25 000 000
	Property Premiot II. s.r.o.	25 000 000
	Premium Data Systems II. s.r.o.	25 000 000
	ADICIE a.s.	25 000 000
	Apartmány Mýto pod Ďumbierom V., s.r.o.	24 725 000
	Česká žula Premiot IV., s.r.o.	24 725 000
	Česká žula Premiot VIII., s.r.o.	24 000 000
	Česká žula Premiot II., s.r.o.	24 000 000
	Česká žula Premiot III., s.r.o.	24 000 000
	Česká žula Premiot VI., s.r.o.	24 000 000
	Česká žula Premiot I., s.r.o.	24 000 000
	Česká žula Premiot V., s.r.o.	24 000 000
	Česká žula Premiot VII., s.r.o.	24 000 000
	PiCaSo manufactory s.r.o.	24 000 000
	ANILO TRADE SE	22 500 000
	Soyka s.r.o.	21 000 000
	Apartmány Trinity s.r.o.	20 000 000
	GFF Private III s.r.o.	20 000 000
	CARS 4x4 s.r.o.	17 200 000
	HENRY DOMY s.r.o.	15 000 000
	Logika Ralsko s.r.o.	15 000 000
	Marlax, s.r.o.	15 000 000
	CRAWLER CZ s.r.o.	7 000 000
	Dalphen Development s.r.o.	5 800 000

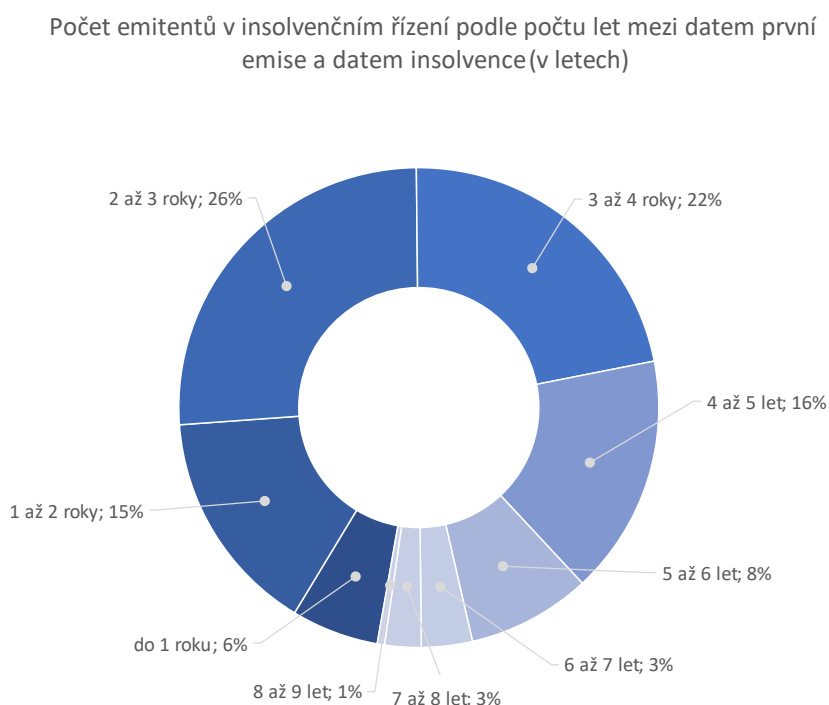
Kategorie emitenta (podle největší emise)	Název emitenta	Objem emitovaných dluhopisů v Kč
	Renome development group a.s.	3 000 000
	ROLSIT s.r.o.	3 000 000
	Celkem	2 151 775 000
Celkem		6 025 063 000

V roce 2024 skončilo v insolvenční celkem 74 emitentů, kteří vydávali jak podlimitní, tak nadlimitní emise. Z tabulky vyplývá, že 8 emitentů v insolvenční vydalo celkem 3,87 mld. Kč nadlimitních emisí a 66 emitentů v insolvenční vydalo celkem 2,15 mld. Kč podlimitních emisí.

Vysoký počet i objem podlimitních emitentů v insolvenční byl způsoben zejména úpadkem několika skupin (např. skupiny Premiot a Future Farming), které za účelem vyhnutí se povinnosti schválení prospektu ČNB, vydávaly podlimitní emise přes desítky propojených účelových společností.

Doba do insolvenčního řízení

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



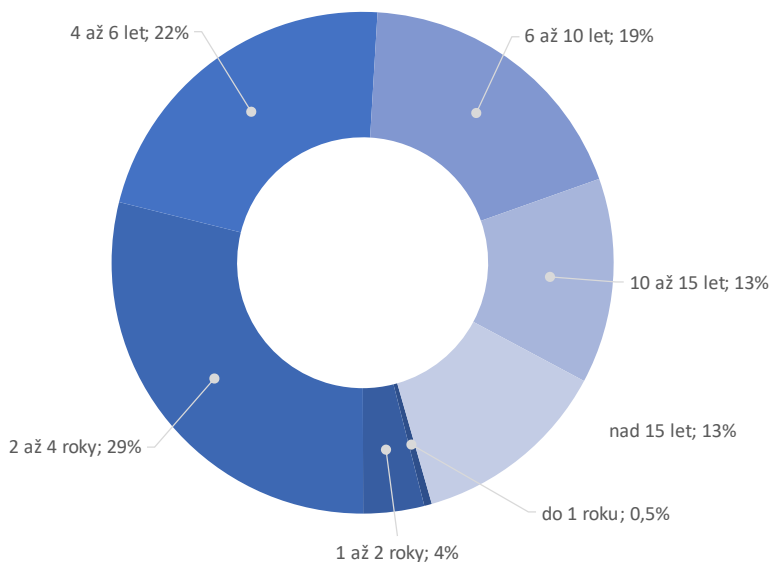
Z grafu vyplývá znepokojivý fakt, že problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina emitentů v úpadku skončila v insolvenční do tří let po první emisi svých dluhopisů. Celkem 12 emitentů skončilo v insolvenční do jednoho roku po emisi dluhopisů, 31 emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších 53 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, které se nám nepodařilo identifikovat.

Věk emitentů v insolvenční

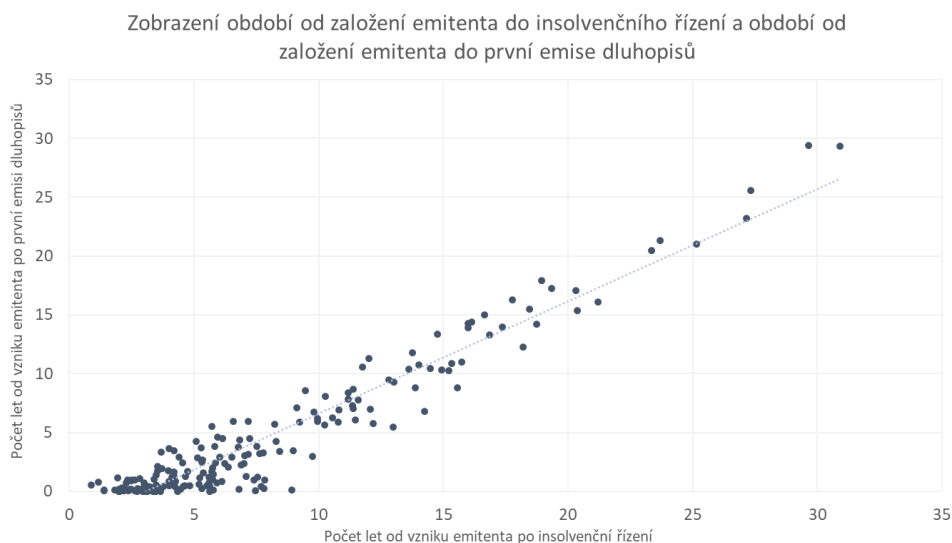
Následující graf znázorňuje počet emitentů rozčleněných podle stáří ke dni zahájení insolvenčního řízení (v letech):

Počet emitentů v insolvenční podle stáří emitenta



Z grafu vyplývá, že 55 % 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). S osmi úpadci (4 %) bylo zahájeno insolvenční řízení mezi prvním a druhým rokem jejich existence. Více než dva a méně než čtyři roky existovalo 29 % emitentů.

Porovnání emisí a insolvence 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:

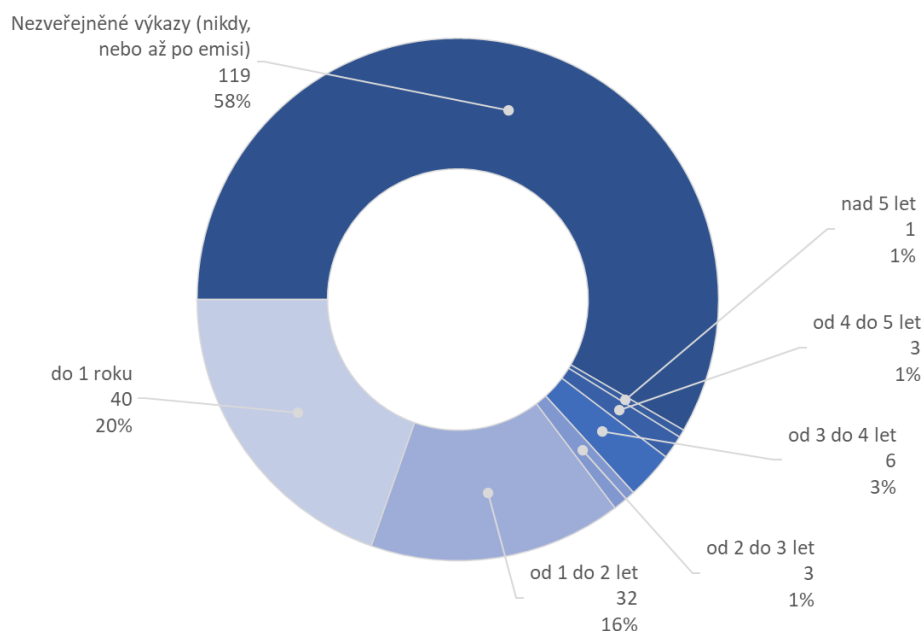


Nejvíce problematictí a riziková emitenti dluhopisů se nacházejí v levé spodní části grafu. Jedná se o emitenty, kteří emitovali první emisi a krátce nato skončili v insolvenčním řízení.

Publikování finančních výkazů

Následující graf znázorňuje členění počtu emitentů v insolventci 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):

Počet úpadců podle zveřejňování účetních závěrek před první emisí

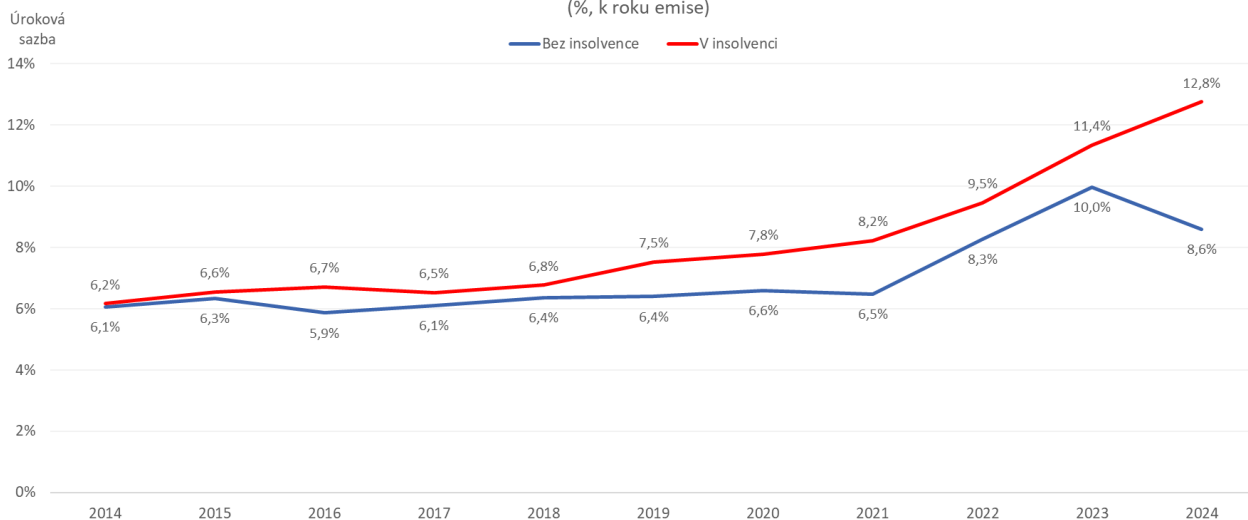


Z grafu vyplývá, že 58 % emitentů vůbec nepublikovalo své finanční výkazy za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů, ve sbírce listin. Do jednoho roku před emisí publikovala jedna pětina emitentů, od jednoho roku do dvou let před datem emise 16 % emitentů. Tento výsledek poskytuje temný obrázek o transparentnosti emitentů i 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. 2024 podle toho, zda společnost skončila v insolventci či nikoli, je zobrazeno v následujícím grafu (v %, rok emise):

Průměrná úroková sazba dluhopisových emisí podle toho zda emitent skončil do 31. 12. 2024 v insolventci (%, k roku emise)



Z grafu vyplývá, že emitenti, se kterými bylo do 31. 12. 2024 zahájeno insolvenční řízení, nabízeli v době vydání svých emisí úrokové sazby o 0,11 p. b. až 4,15 p. b. vyšší, než nabízeli ostatní emitenti. Výrazný rozdíl mezi úrokovými sazbami emitentů, kteří skončili v insolvenci, a sazbami ostatních emitentů nastal v roce 2024. Emitenti, kteří vydali dluhopisy v roce 2024 a ve stejném roce skončili v insolvenci, nabízeli průměrně o 4,15 p. b. vyšší úrokové sazby než ostatní emitenti v daném roce.

TEMNÁ ZÓNA EMITENTŮ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů

Vysokým úročením podnikových dluhopisů, které často přesahovalo 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 insolventi, z důvodu neetického a nekalého jednání emitenta 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:

- Ponziho 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.

Ponziho schémata

Schéma je pojmenováno podle Charlese Ponziho⁵, který jej proslavil po celém světě. Termín Ponziho⁶ schéma se používá k označení podvodné investiční operace, ve které promotér slibuje vysoké úroky k nalákání investorů a investor svěruje 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

⁵ Ponziho schémata jsou pojmenována podle Charlese Ponziho, 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 v systému poštovních známek byli investoři okamžitě přilákáni. Místo toho, aby Ponzi 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 Ponzi 12. srpna 1920 zatčen federálními úřady a obviněn z podvodů. Ponzi 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 Ponziho schématu byly popsány také v románech Charlese Dickense z let 1844 a 1857.

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

⁶ Ponziho 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 Ponziho schématu často slibují investování vašich peněz a dosažení vysokých výnosů s malým nebo žádným rizikem. V mnoha Ponziho schématech však podvodníci peníze ani neinvestují. Místo toho je použijí k vyplacení těch, kteří investovali dříve, a část si mohou ponechat pro sebe. Ponziho 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 úspěšný investor 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, jenž vkládají nové prostředky do fondu, které pak slouží k výplatě 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 jednání⁷

Část z prověřovaných emitentů založila 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 síť 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 získání prostředků pro vnítrouskupinové financování, kdy emitent přeposle prostředky 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.
- Získané prostředky od investorů následně nově založená společnost emitenta převedla do hlavního podnikatelského subjektu za účelem jeho financování.

⁷ 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 nikoli nepatrnou.

- V prospektu se za emitované dluhopisy nezaručil ani hlavní podnikatelský subjekt, ani jiná osoba.
- 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 osobě, která je převedla do jiné, spřízněné společnosti, a po výskytu finančních potíží emitenta jej dovedla do insolvence.

Zkreslování informací o hospodaření emitenta

V médiích, prospektu nebo emisních podmínkách uvedl emitent nepravdivé nebo zkreslené informace 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. Zkreslování hospodářských výsledků je běžné zejména při nadhodnocení výše majetku, tržeb a provozního zisku emitenta a podhodnocení jeho finančních závazků či nákladů.

Někteří emitenti za účelem vykazání vysokého růstu v období krátce před emisí dluhopisů uskutečnili řadu transakcí se spřízněnými nebo spolupracujícími třetími stranami, kterými si uměle navýšili svůj obrát, ale které neměly žádnou souvislost s reálnými obchodními aktivitami 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 obrát 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 uskutečňovaná s osobami spřízněnými s emitentem:

- Pořízení skutečných aktiv (movitého majetku a vybavení), ale za cenu výrazně vyšší, než byla obvyklá tržní cena (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 jakéhokoli 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 tržště 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. Samotná aktiva byla pořizována do majetku emitenta netransparentně nebo za nevýhodných podmínek, kdy prodávajícími byly často osoby spřízněné s emitentem a ceny pořizovaného majetku byly 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 jednotek či nižší desítky procent z pořizovací hodnoty. Několik emitentů využilo získané prostředky na okamžité splacení svých starých dluhů, které byly často již po splatnosti.

Příklady rizikových emitentů v roce 2024

1. Rizikové 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 názvem 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	4 068 982 000
Více spol.	Investiční skupina GFF (Future Farming)	Více insolvenčních řízení	01.11.2018	2018	2 507 098 000
6974180	Profit & Prosper s.r.o.	MSPH 98 INS 5535 / 2024	21.03.2018	2021	1 752 020 000
7580592	UNIPRO SPE01 SE	MSPH 95 INS 13202 / 2024	24.10.2018	2018	790 990 000
8280452	ADICIE a.s.	KSBR 52 INS 18656 / 2024	21.06.2019	2021	25 000 000

*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^{8, 9, 10, 11}

Skupina Premiot 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 nejméně 54 společností, do kterých investovalo více než 3 000 investorů. Celkový objem emitovaných dluhopisů překročil 4 mld. Kč., z toho téměř 1,5 mld. Kč tvořily podlimitní emise. Podle současných odhadů skupina skutečně upsala 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.

Ke dni 31. 12. 2024 bylo zahájeno insolvenční řízení s 37 z 54 společností, které v rámci skupiny Premiot emitovaly dluhopisy. Z toho 9 insolvenčních řízení bylo zahájeno v roce 2023 a dalších 28 řízení v roce 2024. Lze očekávat, že insolvenční řízení bude zahájeno i s dalšími emitenty ze skupiny Premiot. Většina z insolvenčních řízení skupiny Premiot je řešena konkurzem.

V insolvenčním řízení se skupina snažila dosáhnout reorganizace, avšak u věřitelských skupin existovaly obavy, že záměr reorganizace může být nepoctivý a že docházelo 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., neposkytoval dlužník dostatečnou součinnost. Skupina Premiot zároveň věřitelům často neposkytovala originální smlouvy či originály dluhopisů.

⁸ <https://isir.justice.cz>

⁹ <https://dluhopisar.cz/kauza-premiot>

¹⁰ <https://medium.seznam.cz/clanek/konkursni-noviny-kauza-premiot-group-stovky-firem-v-upadku-veritele-se-zapojuji-do-insolvence-58997>

¹¹ Vlastní zpracování dat o emisích dluhopisů.

Společnosti Future Farming a skupina GFF^{12,13,14}

Hlavním byznysem skupiny GFF mělo být budování akvaponických farem a technologií v rámci její společnosti Future Farming. Společnosti Future Farming a skupina GFF se v posledních letech dostaly do centra pozornosti kvůli podezření z nekalých praktik spojených s emisemi dluhopisů. Firmy GFF vydaly dluhopisy za přibližně jednu miliardu korun, které koupily zejména drobní investoři. Z informací zveřejněných v médiích vyplývají následující rizika spojená s podnikáním skupiny GFF:

Budování falešné důvěry a přitažlivého příběhu: Skupina GFF a Future Farming prezentovaly projekt akvaponických farem jako revoluční investiční příležitost s vysokými výnosy a nízkým rizikem. Marketing byl velmi agresivní a cílený na drobné investory, kteří hledali stabilní a eticky přijatelnou investici. Společnost organizovala prezentace, inzerovala na internetu a spolupracovala s finančními poradci, kteří projekt propagovali jako bezpečný a výnosný. Veřejnosti byla ukazována malá ukázková farma v Brně, která měla demonstrovat úspěšnost celého konceptu.

Klamavé informace o emitentech a o emisí dluhopisů: Future Farming a další společnosti v rámci skupiny emitovaly firemní dluhopisy v hodnotě přes jednu miliardu Kč. Emitentem dluhopisů pojmenovaných podle jednotlivých farem je firma GFF Invest, která má na Future Farming vazbu přes mateřskou společnost GFF.

Finanční poradci budili dojem, že investice je podložena reálnými aktivy (farmami a technologiemi), což nebyla pravda. Prodejce dluhopisů uvedl novinářům, že první emise byly přímo z Future Farming, ale protože tato společnost neměla dostatek aktiv a nebylo to pro klienty dostatečně jištěné, začali je vydávat přímo na mateřskou firmu GFF, která má mít aktiva za 1,8 miliardy Kč a má ručit za veškeré závazky vůči klientům. Novináři zjistili, že jde o několik nepravdivých a zavádějících tvrzení. Dluhopisy neemitoval přímo Future Farming ani GFF, ale další firmy z holdingu. Stejně tak zmíněná aktiva za 1,8 miliardy Kč (částka nejde ověřit) nejsou aktiva samotné společnosti GFF, ale celého holdingu. Dluhopisy rovněž nebyly zajištěné majetkem mateřské firmy GFF. Prodejce tvrdil, že Česká národní banka musela schválit, že je vhodné vydat takovou emisi na vybudování akvaponických farem, resp. že ČNB schválila podnikatelský záměr firmy. Jak je zřejmé i z jiných případů, jedná se o nesmysl, ČNB se zásadně nevyjadřuje ke schvalování obchodního plánu emitenta.

Při prodeji dluhopisů bylo investorům zatajováno skutečné finanční zdraví firmy – ve skutečnosti se společnost od počátku potýkala s finančními problémy. Firmy slibovaly vysoké výnosy, které byly reálně neudržitelné a vyplácely se s vysokou mírou pravděpodobnosti pouze z nových investic (tj. nesly znaky Ponziho schématu).

Netransparentnost a střet zájmu auditora: Skupina GFF si sama kontrolovala své účetnictví – audit společnosti GFF Invest a rovněž audit dluhopisových prospektů této skupiny vykonávala firma, která byla vlastněna osobami ze skupiny GFF. Auditorem a statutárním orgánem auditorské společnosti byl navíc člověk, který byl v roce 2015 pravomocně odsouzen za zločin nepravdivého znaleckého posudku a křivé výpovědi. V roce 2019 ho kárná komise Komory auditorů ČR shledala vinným, že nepostupoval v souladu s auditorskými pravidly. Tento existující střet zájmů tak indikuje riziko, že účetní závěrky mohly být zkreslovány a že byl uměle vytvářen falešný obraz o finanční stabilitě podnikání. Chybějící nezávislý audit a z něj vyplývající nedůvěryhodné účetní závěrky tak neumožňovaly vykonávat objektivní vyhodnocení rizik.

Neexistující nebo nedokončené projekty: Skupina GFF tvrdila, že buduje velké farmy v různých lokalitách, například v Letonicích a Přerově nad Labem. Projekty ale buď nebyly nikdy realizovány, nebo skončily v nedokončeném stavu bez reálného provozu. Přesto společnost prezentovala tyto farmy jako funkční a generující zisk, aby posílila důvěru investorů.

Výplácení výnosů starým investorům pravděpodobně z prostředků od nových investorů: Vzhledem ke stavu projektů se novináři v roli zájemce o dluhopisy rovněž zajímali, odkud pocházejí peníze, které skupina používá na výplatu výnosů z dluhopisů. Nebo na splacení předchozích emisí, které již byly splatné. Prodejce dluhopisů

¹² <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-skupinu-s-farmarskymi-dluhopisy-kontroluje-auditor-ktereho-firma-vlastni-237732>

¹³ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-kdo-chce-investovat-do-farem-budoucnosti-uslysi-vymysly-zjistili-reporteri-238066>

¹⁴ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-finance-muz-v-pozadi-miliardoveho-dluhopisoveho-krachu-ma-bokem-byznys-v-dubaji-260825>

jim uvedl, že i když jsou farmy relativně mladý projekt, farmy běží, a přesto u dluhopisů vyplácí výnosy hned – „je to něco jako poděkování za půjčení financí“. Future Farming vydělává na půjčování peněz do jiných částí skupiny GFF a v holdingu GFF je například i firma Future Mining, která těží kryptoměny. Pokud by byly prostředky od nových investorů použity k vyplácení úroků starším investorům, mohlo by se jednat o charakteristický znak Ponziho schématu, jehož výskyt by potvrzovaly problémy se splácením úrokových nákladů po zastavení přísunu nových investic.

Riziko převodů části prostředků od investorů do zahraničí: Klíčová postava Future Farming si v době, kdy skupina emitovala dluhopisy, založila několik společností v Dubaji. Podle novinářů tak existuje riziko, že část prostředků mohla být převedena ze skupiny GFF do těchto zahraničních firem. Podle GFF se společnosti aktuálně ničím nezabývají a byly založeny se záměrem realizovat u každé z nich jiný ekonomický plán, a hlavně byly obě nachystané k prodeji. K žádným finančním transakcím mezi GFF a těmito společnostmi nemělo docházet.

Insolvenční řízení: Finanční problémy společnosti se prohloubily natolik, že Future Farming neměla prostředky na výplaty zaměstnanců a byla nucena uzavřít farmu v Brně. Držitelé dluhopisů podali insolvenční návrhy již na více než desítku společností z holdingu. Jakmile skupina přestala vyplácet dluhopisy a veřejnost začala klást otázky, došlo k hromadnému podávání žalob. Vedení firmy přestalo komunikovat a snažilo se svalovat vinu na negativní mediální kampaň.

Profit & Prosper s.r.o.^{15,16}

Společnost Profit & Prosper s.r.o. působila jako alternativní investiční fond podle § 15 ZISIF¹⁷ a svým klientům slibovala zhodnocení investic ve výši 1 % měsíčně. Podle insolvenčního správce spočívalo podnikání společnosti v získávání finančních prostředků od klientů za účelem kolektivního investování. Se zájemci uzavírala společnost smlouvy o úpisu dluhopisů a správě investic. Za účelem získání investorů spolupracovala s minimálně 95 zprostředkovateli (tipaři), z nichž většina byla zároveň i investory.

Společnost Profit & Prosper investovala získané prostředky zejména prostřednictvím brokerských společností a obchodních platforem (např. XTB S.A., Purple Trading, Darwinex aj.), částečně i do nemovitostí. V letech 2018–2023 převedla společnost na brokerské účty stovky milionů korun.

Ve druhé polovině roku 2023 firma oznámila, že hodnoty investic klientů klesly o 98,92 %. Následně přestala komunikovat a její zástupci byli nedostupní. Investoři byli informováni, že společnost nemá dostatek likvidního majetku na vyplacení jejich vkladů a neposkytla ani konkrétní informace o tom, jak byly prostředky investovány.

V lednu 2024 se společnost pokusila nabídnout investorům možnost převést jejich vklady do dluhopisů se splatností tři až pět let. Celkový objem emitovaných dluhopisů byl ve výši 1,75 mld. Kč. Převedení vkladů do dluhopisů prezentovali zástupci společnosti jako nutnost, a to pod pohružkou odpisu 99 % investice. V únoru 2024 majitel společnosti Profit & Prosper Petr Zdráhal odešel z pozice jednatele společnosti. Místo něj byl v obchodním rejstříku jako jednatel zapsán Miroslav Moravčík. Ten je přitom sám v osobní insolvenci, kde uvádí, že je nemajetný invalidní důchodce závislý na podpoře svých dětí.

Dne 28. 3. 2024 byl na společnost podán insolvenční návrh a soud později rozhodl o jejím úpadku. V dubnu 2024 se společnost následně pokusila bez vědomí věřitelů jednu z nemovitostí prodat, nemovitosti však byly včas zajištěny policií. Do insolvenčního řízení bylo přihlášeno 484 pohledávek v celkové výši přes 582 milionů Kč, přičemž všechny jsou nezajištěné. Dosud identifikovaný majetek společnosti je ve výši pouze 119 mil. Kč, včetně tří zajištěných nemovitostí, které společnost zakoupila v roce 2022 za přibližně 39 mil. Kč. Netransparentnost společnosti Profit & Prosper při prokazování investičních aktivit, nátlakové jednání, podezřelé změny ve vedení společnosti a snaha vyvádět majetek bez vědomí věřitelů podnítily úvahy o podvodném jednání ze strany společnosti.

¹⁵ <https://isir.justice.cz/>

¹⁶ <https://www.seznamzpravy.cz/tag/profit-prosper-investicni-firma-104290>

¹⁷ Zákon č. 240/2013 Sb., zákon o investičních společnostech a investičních fondech.

Pád firmy Profit & Proper není prvním podobným případem tzv. alternativních investičních fondů. Z řad alternativních investičních firem skončily v insolenci například společnost Diversity Capital a.s. a WCA International s.r.o. Po policejních zásazích kvůli podezřením z podvodů skončila také investiční firma Growing Way s.r.o. a obchodník s kryptoměnami Cryfin Invest s.r.o.

UNIPRO SPE01 SE^{18,19,20,21,22}

Společnost UNIPRO SPE01 SE byla založena dne 24. 10. 2018 a specializuje se na ekologickou recyklaci pneumatik. Na financování svých aktivit vydala první podlimitní emisi dluhopisů již v roce 2018, v roce 2019 vydala nadlimitní emisi ve výši bezmála 700 mil. Kč. Celkový objem emitovaných dluhopisů činil 790 mil. Kč. Ke dni 31. 12. 2022 vykazovala UNIPRO SPE01 SE závazky ve výši 290 mil. Kč, lze předpokládat, že významnou část z nich tvořily nesplacené dluhopisy. Poslední emisi dluhopisů vydala společnost v lednu 2024.

Podle prospektu předloženého ČNB byli konečnými vlastníky společnosti UNIPRO SPE01 SE slovenský advokát Matej Firický (podle médií s vazbami na kontroverzní podnikatele a politiky) a sportovní manažer Marek Sasák, kteří však médiím odmítali sdělit podrobnosti o své roli a podnikání. Sasák, který byl v době emise dluhopisů polovičním vlastníkem společnosti, tvrdil, že o své firmě ví jen velmi málo, a popíral jakékoli spojení s Firickým. Podle prospektu dluhopisů měl však být Sasák odborníkem na zpracování odpadu plně zapojeným do chodu společnosti. Sasák však později přiznal, že o technických detailech projektu neví nic.

V roce 2020 se na trhu objevila také spřízněná společnost Unipro Capital a.s., která plánovala v následujících 15 letech emitovat dluhopisy za 40 milionů eur. Prospekt této společnosti se obsahově shoduje s původními plány UNIPRO SPE01 SE, přičemž nově zahrnuje také developerské projekty. Není však jasné, kde by měly být realizovány, ani zda firma disponuje potřebnými licenčními právy. V roce 2020 navíc ČNB společnosti Unipro Capital udělila pokutu za veřejnou nabídku dluhopisů bez schváleného prospektu a později v roce 2024 se ČNB ohradila proti tvrzení firmy, že dluhopisy společnosti byly schváleny regulátorem. Dne 1. 8. 2024 byl na společnost UNIPRO SPE01 SE podán věřitelský insolvenční návrh, podle kterého společnost přestala splácet své dluhopisové závazky. Společnost UNIPRO SPE01 SE tvrdí, že se nenachází v úpadku. Některé pohledávky věřitelů byly uhrazeny třetí stranou, konkrétně společností CHETITO SYSTEM a.s., která je údajně připravena uhradit i zbývající závazky. Soud poskytl společnosti čas na vyřešení situace.

Nepřehledná vlastnická struktura, netransparentní hospodaření a financování projektů, stejně jako rozporuplná vyjádření vlastníků vyvolávají podezření ohledně fungování a finančního stavu UNIPRO SPE01 SE a spřízněné Unipro Capital a.s.

ADICIE a.s.²³

Společnost ADICIE a.s. byla zapsána do obchodního rejstříku 21. 6. 2019 a v roce 2021 vydala podlimitní dluhopisovou emisi ve výši 25 mil. Kč se splatností 31. 12. 2023. Společnost ADICIE a.s. v rámci své prezentace tvrdila, že při vývoji spolupracuje s Vysokou školou chemicko-technologickou v Praze (VŠCHT), která si ji ke spolupráci vybrala z důvodu pokročilého procesu termického rozkladu. V roce 2022 se VŠCHT proti těmto tvrzením veřejně ohradila a uvedla, že žádná taková spolupráce neprobíhá. Společnost ADICIE a.s. je také uvedena v dluhopisovém prospektu jiného dluhopisového emitenta v insolenci, společnosti Bortero, SE. Prospekt uvádí, že Bortero, SE hodlá ve spolupráci se společností ADICIE a.s. vybudovat a provozovat linky na recyklaci pneumatik.

Prezentace lživých informací o společnosti a zapojení do dalších zkrachovalých projektů financovaných dluhopisovými emisemi může vyvolávat pochyby o poctivosti obchodních záměrů společnosti ADICIE a.s.

¹⁸ <https://isir.justice.cz/>

¹⁹ <https://ceskedluhopisy.cz/unipro-spe01/>

²⁰ <https://www.pohledavkyonline.cz/problemy-unipro-spe01-se-vymahani-dluhopisu-insolvence/>

²¹ <https://web.archive.org/web/20240224210223/https://www.aktuality.sk/clanok/PWtAN86/zahadne-dluhopisy-za-desiatky-milionov-eur-spravuje-ich-clovek-blizky-makoovi-oficialny-majitel-o-svojom-biznise-ani-nevie/>

²² https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-finančni-trh/galleries/prilohy/S-Sp-2022_00069_CNB_573.pdf

²³ <https://www.vscht.cz/popularizace/media/tiskove-zpravy/2022/anget>

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 2017 vstoupilo státní zastupitelství do insolvenčních řízení 31 emitentů dluhopisů. V roce 2024 vstoupilo státní zastupitelství do následujících 9 insolvenčních řízení:

IČ	Název	Spisová značka	Datum vzniku	Rok první emise	Celková velikost emise v Kč
8619620	HELSKE SUSTAINED HPC a.s.	15057/2022	21.10.2019	2020	960 875 000
27839567	ABC Služby s.r.o.	1915/2022	19.03.2008	2016	25 000 000
28193261	Ondrášovka Holding, a.s.	16943/2022	21.11.2007	2018	275 000 000
6107605	Cemento Design s.r.o.	10925/2023	16.05.2017	2021	36 000 000
17170206	CEMENTO EKO-BETON s.r.o.	16168/2023	24.05.2022	2022	23 000 000
7457677	Future Farming Asset s.r.o.	9981/2024	13.09.2018	2020	50 000 000
26763915	B&Bartoni, spol. s r.o.	11688/2023	12.03.2003	2018	20 000 000
6305814	MELOUNKA s.r.o.	14290/2023	28.07.2017	2018	85 000 000
24747572	FKZ 1953, a.s.	6779/2024	13.10.2010	2016	30 000 000

3. Žaloby svědčící o podezření z vyvádění majetku

Pokud ovládající osoby emitenta (dlužníka) vyváděly majetek ze společnosti a emitent skončil následně v úpadku, je možné toto zvýhodňující či poškozující jednání dlužníka v insolvenčním řízení postihnout prostřednictvím tří typů žalob. Tyto žaloby podává insolvenční správce jménem dlužníka a jejich cílem je buď navrátit neoprávněně odčerpaný majetek zpět do majetkové podstaty, nebo rozšířit odpovědnost za úpadek na osoby, které měly reálný vliv na řízení společnosti. Výskyt těchto žalob v insolvenčním řízení tak představuje jasný signál o tom, že v případech dotčených emitentů existovalo podezření na účelové snížení majetkové podstaty, a tedy i na poškození věřitelů. U 13 emitentů jsme identifikovali podání tří typů žalob, které svědčí o podezření z vyvádění majetku nebo jiného poškozování věřitelů:

- **Odpůrčí žaloby (žaloby na neúčinnost):** Neúčinnými jsou právní jednání, kterými dlužník zkracuje možnost uspokojení věřitelů nebo zvýhodňuje některé věřitele na úkor jiných. Insolvenční správce dlužníka by měl v rámci prověřování účetnictví buď sám, nebo ve spolupráci se specializovanou forenzní společností, takové úkony identifikovat a důkladně prošetřit. Po zjištění těchto potenciálně neúčinných úkonů insolvenční správce podává u insolvenčního soudu odpůrčí žaloby. Pokud insolvenční správce odpůrčí žaloby podal, je velmi pravděpodobné, že ze společnosti emitenta byl vyváděn majetek nebo byli poškozováni a zvýhodňováni věřitelé.
- **Žaloby na doplnění pasiv:** V případech, kdy osoby ve vedení emitenta porušily své zákonné povinnosti při úpadku (například nepodaly včas insolvenční návrh, pokračovaly v zadlužování nebo jinak jednaly v neprospěch věřitelů), může insolvenční správce navrhnout, aby soud rozhodl o jejich odpovědnosti na úhradu části dluhů. Žaloby na doplnění pasiv směřují typicky proti statutárním orgánům nebo ovládajícím osobám, které se podílely na řízení společnosti v době jejího zadlužování. Skutečnost, že insolvenční správce podal tuto žalobu, může svědčit o tom, že řízení společnosti bylo vedeno nehospodárně nebo záměrně ke škodě věřitelů, případně ve prospěch úzké skupiny osob.
- **Žaloby na náhradu škody vůči statutárním orgánům:** Pokud statutární orgán porušil svou povinnost jednat s péčí řádného hospodáře a tím způsobil škodu společnosti nebo jejím věřitelům, může být za tuto škodu volán k odpovědnosti. Insolvenční správce v takovém případě podává žalobu na náhradu škody způsobené nesprávným výkonem funkce. I tyto žaloby bývají často indikátorem toho, že vedení emitenta svým jednáním přispělo k úpadku a případně se podílelo na vyvádění majetku či zakrývání skutečného stavu společnosti.

Přehled emitentů dluhopisů v insolvenčním řízení, u kterých byly v období od 1. 1. 2024 do 31. 12. 2024 podány některé z výše uvedených žalob, je uveden v následující tabulce:

IČO	Název	Spisová značka	Datum založení	Datum zahájení insolvenčního řízení	Rok	Základní kapitál
6600204	Europa Investment Property CZ a.s.	MSPH 95 INS 7893 / 2023	14.11.2017	19.05.2023	2018	1 680 237 000
10865250	Development EIP	MSPH 95 INS 14167 / 2023	31.05.2021	07.09.2023	2022	1 001 570 000
4424115	Fair Credit International, SE	MSPH 57 INS 16896 / 2022	23.09.2015	25.10.2022	2017	300 000 000
6850707	Concord Financial Holding a.s.	MSPH 57 INS 17345 / 2022	09.02.2018	04.11.2022	2019	300 000 000
9288244	mCZECH industry s.r.o.	MSPH 88 INS 15455/2023	29.06.2020	03.10.2023	2020	209 500 000
4405030	Premiot Group, a.s.	MSPH 95 INS 10879 / 2023	16.09.2015	11.07.2023	2015	125 000 000
3551164	PADOK Investments, s.r.o.	MSPH 77 INS 6059/2021	13.11.2014	30.03.2021	2016	85 000 000
6107605	Cemento Design s.r.o.	KSBR 47 INS 10925 / 2023	16.05.2017	11.07.2023	2021	36 000 000
8313831	V.M.D. INVEST s.r.o.	KSPH 72 INS 20246 / 2022	03.07.2019	27.12.2022	2020	26 000 000
6959041	KTK CONSTRUCT s.r.o.	MSPH 57 INS 11124 / 2023	16.03.2018	14.07.2023	2020	25 000 000
9930914	EWE Jewelry s.r.o.	MSPH 57 INS 7755 / 2023	17.02.2021	19.12.2022	2021	25 000 000
6567291	Co&E servisní s.r.o.	KSHK 42 INS 15468 / 2023	31.10.2017	03.10.2023	2018	25 000 000
6287093	MASOPRODEJ s.r.o.	KSOS 37 INS 5468 / 2023	20.07.2017	06.04.2023	2023	24 000 000

Ze žalob vyplývají následující informace:

CEPO Green3, SE (dříve Fair Credit International, SE)

Podle řady odpůrčích žalob podaných insolvenčním správcem společnosti CEPO Green3, SE (dříve Fair Credit International, SE) realizoval dlužník komplexní schéma, jehož podstatou bylo systematické vyvádění majetku dlužníka v řádu stovek milionů až jednotek miliard mimo jeho majetkovou podstatu, často ve prospěch osob či subjektů, které byly s dlužníkem personálně, majetkově nebo koncernově propojeny. Podle odpůrčích žalob vyvedl dlužník klíčové části svého majetku – zejména portfolio pohledávek – na spřízněnou společnost Fair Credit Czech s.r.o., čímž došlo ke snížení čistých aktiv dlužníka o 1,6 mld. Kč. Zároveň dlužník provedl řadu bankovních plateb v souhrnné výši přes 800 mil. Kč ve prospěch třetích stran bez odpovídajícího protiplnění, které zkracovaly uspokojení pohledávek věřitelů či zvýhodňovaly některé věřitele.

Společnost Fair Credit International, SE, patřila mezi největší nebankovní poskytovatele spotřebitelských úvěrů v České republice a spravovala portfolio pohledávek v hodnotě přes jednu miliardu korun. Přestože podnik působil aktivně na trhu, v průběhu pěti let před zahájením insolvence uzavřel dlužník se společností Fair Credit Czech s.r.o. sérii smluv, jimiž vyvedl klíčové části svého majetku – zejména pohledávkové portfolio – na tuto spřízněnou společnost. Tyto smlouvy navenek působily jako samostatné a nesouvisející, ale ve skutečnosti skryly faktický převod celého obchodního závodu. Strany tímto jednáním obešly pravidlo, podle kterého přecházejí spolu s obchodním závodem i související závazky. Fair Credit poté začala využívat obchodní závod Fair Credit International, SE, k poskytování stejné činnosti, jakou dříve vykonával dlužník. Dlužník tak prostřednictvím uzavřených smluv vyvedl většinu svého majetku na spřízněnou společnost, přičemž většina závazků zůstala ve společnosti dlužníka. Mezi lety 2017 až 2020 tak klesl objem čistých aktiv (aktiva minus závazky) dlužníka o 1,6 mld. Kč z 861 mil. Kč k 31. 12. 2017 na –768,5 mil. Kč k 31. 12. 2020. Ve stejném období vzrostl objem aktiv Fair Credit Czech s.r.o. z 41 tis. Kč na 1,2 mld. Kč.

Kromě vyvedení majetku prostřednictvím zmíněných smluv uskutečnil dlužník v době úpadku také řadu bankovních převodů v souhrnné výši přes 800 mil. Kč ve prospěch různých fyzických i právnických osob, často bez zjevného ekonomického důvodu nebo protiplnění. Platby probíhaly v období, kdy byl dlužník už fakticky v úpadku, který byl způsoben převedením majetku na sesterskou společnost Fair Credit Czech s.r.o.

Concord Financial Holding a.s.

Podle odpůrčích žalob, které byly podány insolvenčním správcem dlužníka Concord Financial Holding a.s., uskutečnil dlužník v úpadkové situaci řadu jednání, která měla vést ke zkrácení majetkové podstaty a zvýhodnění jednotlivých věřitelů. Jelikož insolvenční správce neměl k dispozici účetnictví dlužníka, jednalo se zejména o bankovní převody a o převody obchodních podílů. Concord Financial Holding a.s. byl mateřskou společností Fair Credit International, SE.

V situaci vlastního úpadku poukázal dlužník na bankovní účty třetích stran, na více než 700 mil. Kč. Nejvýznamnější platby v řádech stovek milionů korun putovaly na bankovní účty spřízněných společností, desítky dalších plateb v řádech až jednotek milionů korun byly směřovány na různé bankovní účty, často bez známé identity příjemce. Podle odpůrčích žalob se dlužník v době provedení plateb nacházel v úpadku a platby měly zvýhodnit některé věřitele na úkor ostatních, případně byly provedeny bez zřejmého právního důvodu. Insolvenční správce odporoval také převody majetkových účastí (např. převod obchodního podílu ve společnosti Fair Credit Czech s.r.o.), které měly proběhnout bez přiměřeného protiplnění.

Premiot Group, a.s., PREMIOT obchodní, a.s., a PREMIOT realitní, a.s.

Podle odpůrčích žalob podaných insolvenčním správcem společností ze skupiny Premiot došlo k bankovním převodům v celkovém objemu přes 1,5 miliardy Kč, které insolvenční dlužníci realizovali ve prospěch subjektů z vlastního koncernu, osob blízkých nebo firem s personálním propojením a které byly odporovány pro některý ze zákonných důvodů. Konkrétně se jednalo o:

- Premiot Group, a.s. – více než 40 odpůrčích žalob, odporovány bankovní převody ve výši 500 mil. Kč.
- Europa Investment Property CZ a.s. (dříve PREMIOT obchodní, a.s.) – více než 30 odpůrčích žalob, odporovány bankovní převody ve výši téměř 800 mil. Kč.
- PREMIOT realitní, a.s. (dříve Development EIP a.s.) – 14 odpůrčích žalob, odporovány bankovní převody ve výši přes 200 mil. Kč.

Podle insolvenčního správce byly platby činěny bez přiměřeného protiplnění, v době, kdy byl dlužník v úpadku, nebo jako zvýhodňující právní jednání. Částky jednotlivých bankovních převodů byly od nižších stovek tisíc až po stovky milionů korun.

Z odpůrčích žalob je patrné, že insolvenční správce neměl u žádného z dlužníků k dispozici účetnictví, když uvádí, že: „V průběhu insolvenčního řízení se insolvenčnímu správci, i v důsledku nedostatečné spolupráce na straně dlužníka, nepodařilo zjistit jakýkoli právní důvod Insolvenčním dlužníkem provedených transakcí ve prospěch žalované. Stejně tak se však žalobkyni nepodařilo zjistit, že by Insolvenční dlužník měl z provedených transakcí jakýkoli prospěch, nebo že by obdržel nějaké protiplnění, a to v jakékoli podobě.“

Vedepet s.r.o. (dříve PADOK Investments s.r.o.)

Podle žaloby na náhradu škody, podané insolvenčním správcem dlužníka Vedepet s.r.o. (dříve PADOK Investments s.r.o.), jednatel dlužníka porušil povinnost péče řádného hospodáře, když uzavřel dohody o poskytnutí příplatku mimo základní kapitál se spřízněnou společností Vedet s.r.o. (dříve PADOK Beta, s.r.o.) a o započtení vzájemných pohledávek, čímž způsobil dlužníkovi škodu ve výši 85 mil. Kč.

Dlužník od svého založení nevykonával žádnou podnikatelskou činnost, veškerá činnost dlužníka se omezila na získávání finančních prostředků od třetích osob formou emisí dluhopisů a zápůjčkami. Takto získané finanční prostředky od třetích osob dlužník Vedepet s.r.o. poskytoval personálně spřízněným osobám, a to mimo jiné společnosti Vedet s.r.o. (dříve PADOK Beta s.r.o.). Dlužník tedy mohl finanční prostředky získané od věřitelů vrátit jen za předpokladu, že tyto finanční prostředky obdrží zpět od personálně spřízněných osob, kterým je poskytl na základě smluv o úvěru. Společníky věřitele Vedet s.r.o. byli sám dlužník (Vedepet s.r.o.) a dva společníci dlužníka (fyzické osoby).

Dlužník následně uzavřel se spřízněnou společností Vedet s.r.o. dvě dohody o poskytnutí příplatku mimo základní kapitál v souhrnné výši 85 mil. Kč, a to formou zápočtu pohledávek z úvěrové smlouvy. Tato plnění ale nezvýšila podíl dlužníka ve společnosti Vedet, zatímco podíly ostatních společníků zůstaly beze změny a

bez jakéhokoli finančního příplatku. Dlužník tak jednostranně snížil hodnotu svých aktiv, aniž by za to získal odpovídající protiplnění. Za čtyři dny po uzavření smluv o příplatku přijali společníci Vedet s.r.o. (dříve PADOK Beta s.r.o.) rozhodnutí valné hromady společnosti o vyslovení souhlasu se zrušením společnosti Vedet s.r.o., přičemž následně došlo k výmazu této společnosti z obchodního rejstříku.

Dlužník se tak dobrovolným přijetím závazku k poskytnutí příplatku mimo základní kapitál společnosti Vedet s.r.o. (dříve PADOK Beta s.r.o.) ve výši 85 mil. Kč dostal do úpadku, když hodnota jeho aktiv se o tuto částku snížila, avšak závazky dlužníka vůči jeho věřitelům (upisovatelům dluhopisů, poskytovatelům zápůjček) zůstala nezměněna. Obě smlouvy byly uzavřeny v době, kdy byl dlužník již v úpadku, jak vyplývá také z komunikace s věřiteli. Insolvenční návrh však dlužník podal až o více než rok později. Jednatel tak nejen jednal v rozporu se zájmy dlužníka, ale také vědomě způsobil jeho úpadek a způsobil škodu ve výši 85 mil. Kč.

mCZECH industry, s.r.o.

Podle odpůrcí žaloby, kterou podal insolvenční správce dlužníka mCZECH industry, s.r.o., uzavřel dlužník se společností Nemetrix, s.r.o., smlouvy o zápůjčce, jež sloužily k účelovému převodu majetku.

Prostředky získané z emise dluhopisů společnost mCZECH industry, s.r.o., zapůjčila společnosti Nemetrix, s.r.o., s výrazně nižší úrokovou sazbou, než kolik činila sazba vydaných dluhopisů. Obě společnosti byly také podle žaloby spřízněné prostřednictvím jednatele.

Podle insolvenčního správce tak šlo o účelový převod majetku z dlužníka do žalované, což mělo za následek zkrácení věřitelů dlužníka. Částka dosud neuhrazených poskytnutých půjček dosáhla 5,6 mil. Kč.

Společnost mCZECH industry, s.r.o., je spřízněná se společnostmi CEMENTO DESIGN s.r.o. a CEMENTO EKO-BETON s.r.o., ve kterých insolvenční správce také podával žaloby, které svědčily o podezření z vyvádění majetku.

CEMENTO DESIGN s.r.o.

Podle odpůrcích žalob, podaných insolvenčním správcem dlužníka CEMENTO DESIGN s.r.o., provedl dlužník zvýhodňující bankovní převody a převody bez přiměřeného protiplnění zejména ve prospěch spřízněných osob v souhrnné výši 7,5 mil. Kč.

CEMENTO EKO-BETON s.r.o.

Podle žaloby na doplnění pasiv, podané insolvenčním správcem dlužníka CEMENTO EKO-BETON s.r.o., jednatel dlužníka v rozporu s emisními podmínkami poskytl prostředky získané emisí dluhopisů jako zápůjčku ve výši 11,2 mil. Kč spřízněné společnosti. Zápůjčka byla poskytnuta bez odpovídajícího zajištění a vráceno bylo pouze 800 tis. Kč. Jednatel tak porušil povinnost loajality a péče řádného hospodáře a jednal ve prospěch jiné společnosti, kterou sám řídil, a zcela ignoroval emisní podmínky. Tento postup podle správce vedl přímo k úpadku společnosti, a proto navrhuje, aby soud jednatele dlužníka uložil povinnost poskytnout do majetkové podstaty částku 13,9 mil. Kč, což je rozdíl mezi aktivy a závazky společnosti.

Podle další odpůrcí žaloby dlužník také neoprávněně nakládal s majetkovou podstatou po zahájení insolvenčního řízení, když uskutečnil platbu ve výši 968 tis. Kč jednomu z dodavatelů. Toto jednání nebylo v souladu s omezeními danými insolvenčním zákonem, a proto správce žádá po dodavateli navrátit plnění do majetkové podstaty.

Co&E Oze s.r.o.

Podle odpůrcích žalob, podaných insolvenčním správcem dlužníka Co&E Oze s.r.o., provedl dlužník bankovní převody bez reálného protiplnění ve prospěch třetích stran v souhrnné výši 2,8 mil. Kč.

MASOPRODEJ, s.r.o.

Podle tří odpůrcích žalob, podaných insolvenční správkyní dlužníka MASOPRODEJ, s.r.o., došlo k několika úkonům, které měly za následek zkrácení majetkové podstaty a zvýhodnění personálně propojených nebo blízkých osob.

Na základě dohod o provedení práce dlužník vyplatil dceři bývalého a současného jednatele a společníci celkem 200 tis. Kč. Dcera jednatele a společnice však podle žaloby nevykonávala pro dlužníka žádnou reálnou práci, a plnění tak bylo poskytnuto bez přiměřeného protiplnění.

Personálně propojená společnost fakturovala dlužníkovi administrativní služby ve výši 550 tis. Kč. Fakturace však podle žaloby neměla mít reálný základ. Úhrady administrativních služeb tak podle žaloby proběhly bez přiměřeného protiplnění.

Dále došlo k převodu vlastnického práva k vozidlu Porsche 911 z dlužníka na žalovaného na základě kupní smlouvy, přičemž protiplnění mělo být neodpovídající a dlužník se již nacházel v úpadku. Zároveň došlo k započtení vzájemných pohledávek mezi dlužníkem a žalovaným, který byl v době započtení jednatelem dlužníka. Tím mělo dojít ke zvýhodnění žalovaného a podstatnému zmenšení majetkové podstaty.

V.M.D. INVEST s.r.o.

Podle odpůřících žalob podaných insolvenčním správcem dlužníka V.M.D. INVEST s.r.o. provedl dlužník v době pravděpodobného úpadku bankovní převody ve výši přes 5 mil. Kč ve prospěch různých fyzických osob – zejména věřitelů, společníků, rodinných příslušníků nebo dodavatelů. Podle insolvenčního správce byly tyto převody činěny v době, kdy byl dlužník již v úpadku, často bez přiměřeného protiplnění nebo se jednalo o tzv. zvýhodňující právní úkony, v jejichž důsledku došlo ke krácení ostatních věřitelů.

Výše jednotlivých napadených převodů se pohybuje od několika stovek korun až po milionové částky. Nejvýznamnějším odporovaným úkonem byl převod více než 2,5 mil. Kč ve prospěch společníka dlužníka, za údajné reklamní práce a provoz dluhopisů. Ve zbylých případech šlo zejména o platby úroků či jistin provedených v době pravděpodobného úpadku.

EWE Jewelry s.r.o.

Podle odpůřící žaloby podané insolvenčním správcem dlužníka EWE Jewelry s.r.o., dlužník prodal jiné soukromé společnosti zboží a vozidla (např. Mercedes Benz AMG, Porsche 911, hodinkové řemínky) a vystavil k tomu faktury ve výši 25,8 mil. Kč. Na místo uhrazení pohledávek za vystavené faktury došlo ze strany dlužníka a žalovaného ke vzájemným zápočtům. Započtené pohledávky žalovaného byly buď pochybné, neexistující nebo nedoložené. Právní úkony byly učiněny v době úpadku dlužníka. Podle insolvenčního správce byl kupující zároveň věřitelem dlužníka, o úpadku věděl a spolu s dlužníkem účelově jednali tak, aby se kupující plně uspokojil na úkor ostatních věřitelů. Správce požaduje, aby soud prohlásil veškeré zápočty a převody za neúčinné a žalovaný majetek či jeho hodnotu vrátil do insolvenční podstaty.

KTK CONSTRUCT s.r.o.

Podle odpůřících žalob podaných insolvenčním správcem dlužníka KTK CONSTRUCT s.r.o. uskutečnil dlužník nejméně dva úkony bez přiměřeného protiplnění, když:

- s vybranými fyzickými osobami uzavřel dlužník v době úpadku nájemní smlouvu rodinného domu (ve vlastnictví dlužníka) s nájemným ve výši 0 Kč na měsíc. Podle insolvenčního správce se jednalo o právní jednání bez přiměřeného protiplnění, čímž byla zkrácena majetková podstata dlužníka,
- převedl vlastnictví osobního vozu Mercedes Benz v hodnotě 1,5 mil. Kč na jinou soukromou společnost bez jakéhokoli 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 zdrojů²⁴ a institucí²⁵ 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 jakékoli 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 je ale nutné 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 či 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 jsou jiné společnosti v oboru 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.

²⁴ <https://www.lp-life.cz/jsou-vyhodne-dluhopisy-opravdu-take-bezpecne>

²⁵ https://www.cnb.cz/cs/spotřebitel/ochrana_spotřebitele/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 zde 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 rizikovosti podle kalkulačky Scorecard podnikových dluhopisů vydané MinFin – podle těchto faktorů MinFin rozlišuje pět kategorií emitentů (bez ratingu) podle rizikovosti investice do jejich dluhopisů. Podle vypočtených hodnot posoudit rizikovost emitenta a investice.

Prověření fyzických osob ovládajících právnickou osobu emitenta:

- Zveřejněná adresa a kontakty osob (například pokud neexistují žádné kontakty na osoby, jejich adresa je adresou na městském úřadě, místě, kde sídlí další stovky jiných společností či osob, nebo v odlehlých místech jako zřícenina v polích nebo zahrádkářská kolonie).
- Informace o podnikání v minulosti (je emitent první, nově založenou společností, ve které ovládající osoba působí, nebo má již zkušenosti s podnikáním v jiných společnostech).
- Finanční informace o ovládající osobě (má finanční problémy, které by indikovaly výskyt zápisů v rejstříku exekucí, osobní insolvence nebo působila ve firmách, které skončily v konkurzu, vlastní tato osoba nějaké nemovitosti).
- Indicie o působení v jiných společnostech, které rovněž emitovaly dluhopisy a u kterých hrozí riziko jejich nesplacení, případně již nesplácejí.
- Vazby ovládající osoby na osoby, které působí v distribučních kanálech, které propagují a prodávají dluhopisy emitenta (například propojení na osoby z internetových tržišť a internetových stránek zaměřených na prodej dluhopisů).
- Indicie o problematice minulosti cílových osob dříve 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 chce emitent prostředky 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, který poukazuje 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 nepoctivě 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 zajištěn není.
- Posouzení reálnosti nabízené nepřiměřeně vysoké úrokové sazby – s rostoucí výší úroku roste rovněž míra rizika. Významně vysoký úrok může signalizovat nejen 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 jakoukoli 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. nevkládejte 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 rizikovosti celé investice.

Rizikové indikátory

Emitenti dluhopisů často lákají investory na vysoký výnos, který dosahoval až 14 % 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 papírů²⁶ 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).²⁷
- 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 plánu.²⁸
- 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. Jakékoli zmluky o neetickém, nekalém či rizikovém jednání by měly být pro investora stopkou v dalším zvažování investice.

²⁷ https://www.cnb.cz/cnb/vyrocní_zpráva_2020

²⁸ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozornen237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>

- Nedůvěryhodný prodejce, případně nedůvěryhodný prodejní kanál – nabídka dluhopisů přes internetové tržiště nebo neznámé „investiční“ zprostředkovatele, případně MLM síť 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 poradenství²⁹ – 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 faktory³⁰, jako jsou například agresivní marketing prodejce a emitenta, poskytování nesmyslných garancí, rizikové parametry na základě finanční analýzy (například vysoká zadluženost firmy vůči kapitálu), malý objem emise, vydání dluhopisů fyzickou osobou.

²⁹ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozornen237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>

³⁰ <https://www.kurzy.cz/zpravy/562719-kolik-krve-potece-na-trhu-s-prasivymi-dluhopisy/>



Surveillance