

VYBRANÉ PROBLÉMY REALIZACE EMISE PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

Liběna Tetřevová, Eva Hávová

Katedra obecné a veřejné ekonomie, FES, Univerzita Pardubice

Katedra ekonomiky a managementu chemického a potravinářského průmyslu, FCHT, Univerzita Pardubice

The article deals with choice problems of decision and direction of issuing. The process of decision - taking and control of the issuing are very important. The issuer has to make decision on using of an intermediary, on the range of its services and he or she has to choose the most convenient subject. The issuing of corporate bonds is time and money consuming and requires good knowledge of law and situation on the capital market. And that is why the most of financial managers prefer issuing organized by intermediators. The issuing of corporate bonds involves managing of many activities either with or without an intermediary. Our attention is paid especially to the first steps of preparation of issue - formation of financial project and rating of issuer.

1. Úvod

Realizace průběhu emise dluhopisů je v každé zemi velice specifická, což vyplývá z odlišné legislativní úpravy, různě rozvinutých kapitálových trhů, stupně regulace a vžitých postupů.

Obecně však platí že se emise dluhopisů může uskutečnit jako emise vlastní nebo cizí. Vlastní emisí rozumíme emisi, při které emitent provádí všechny přípravné práce i samotnou realizaci emise dluhopisů sám. Cizí - zprostředkovaná emise, je častější forma emise, kdy emitent využívá služeb zprostředkovatele, jeho znalostí, zkušeností a kontaktů na finanční investory.

Z hlediska technické stránky se pak emise podnikových dluhopisů může uskutečňovat formou veřejné emise nebo soukromé emise. Nově emitované podnikové dluhopisy tak mohou být nabízeny buď veřejně všem investorům, kteří mají zájem o jejich koupi, nebo mohou být prodávány soukromě omezenému počtu osob.

2. Rozhodovací proces vedoucí k vydání podnikových dluhopisů

Finanční rozhodování jako rozhodovací proces o optimálním zdroji financování investičních záměrů má dvě základní fáze:

1. Rozhodování spojené s výběrem vhodného dlouhodobého finančního zdroje.
2. Rozhodování o způsobu zajištění zvoleného finančního zdroje.

Je-li rozhodnuto o vydání podnikových dluhopisů, pak dochází k následujícím dvěma fázím:

1. Rozhodování o povaze emise podnikových dluhopisů.
2. Rozhodování o průběhu vydání podnikových dluhopisů a jeho zajištění.

V případě, že je rozhodnuto o řešení potřeby finančních prostředků na financování investičních záměrů firmy pomocí emise podnikových dluhopisů, probíhá dále konkrétní rozhodování o dané emisi, ale souběžně také rozhodování a řízení procesu vydávání podnikových dluhopisů, tento proces pak můžeme rozdělit do následujících fází:

1. Volba emise vlastní, či cizí; výběr zprostředkovatele.
2. Vypracování konkrétních návrhů na financování.
3. Zpracování emisní dokumentace a obstarání povolení.
4. Zajištění zaknihování, či tisku podnikových dluhopisů.
5. Získání přístupu podnikových dluhopisů na určitý veřejný trh.
6. Umístění vydaných podnikových dluhopisů.
7. Správa a péče o emisi.

3. Vybrané problémy postupu emise podnikových dluhopisů v České republice

Při emisi podnikových dluhopisů se kromě emitenta (vydavatele, dlužníka) a investorů (držitelů - majitelů dluhopisů, věřitelů) můžeme setkat i s dalším subjektem (či subjekty), těmi jsou zprostředkovatelé (organizátoři). Služeb zprostředkovatelů emitent může, ale také nemusí využít. I náplň činností, jimiž bude zprostředkovatel pověřen, může být různě široká, může se jednat pouze o činnost poradenskou, či o zabezpečení celého procesu vydání podnikových dluhopisů.¹ Proces emise podnikových dluhopisů je velice náročný na znalosti právní problematiky, a tak do tohoto procesu vstupují ještě další subjekty, a to právní poradci.

3.1 Volba emise vlastní, či cizí; výběr zprostředkovatele

Dříve než vydavatel přistoupí k tomuto rozhodnutí, musí stanovit požadavky na emisi a vytvořit předběžný návrh emisních podmínek.

Prvním úkolem emitenta podnikových dluhopisů v rámci rozhodování a řízení procesu vydávání podnikových dluhopisů bude rozhodnout o tom, *zda* při emisi *využije služeb zprostředkovatele*, *v jakém rozsahu* těchto služeb využije a *koho* touto funkcí *pověří*.

V případě, že emitent nevyužívá služeb zprostředkovatelů, či využije pouze služeb poradenských, jedná se o emisi vlastní. Firmy v České republice zatím nemají dostatek znalostí a zkušeností s problematikou vydávání dluhopisů, a tak raději volí emisi cizí a služeb zprostředkovatelů využívají v co nejširším rozsahu. Emitentovi se sice zvýší náklady, ale vyhne se problémům plynoucím z nedostatečné odbornosti, znalosti kapitálového trhu, legislativních požadavků apod.

Při výběru zprostředkovatele je třeba si vyžádat a dokonale posoudit nabídky na zprostředkování emise podnikových dluhopisů od několika zprostředkovatelů. Především je třeba se obrátit na banku, která je trvalým finančním partnerem firmy a která má o ní dostatek podrobných informací, o jejím postavení na trhu, o finanční situaci apod. a která by měla být schopna nejlépe danou situaci posoudit a měla by být ochotna, v rámci dobrých partnerských vztahů s firmou, nabídnout jí nejvýhodnější podmínky.

¹ *Funkci zprostředkovatelů mohou plnit v České republice obchodníci s cennými papíry (především je plní bankovní, ale i nebankovní finanční instituce).*

Žádost o nabídku obsahuje základní požadavky vydavatele na emisi. Emitent musí především stanovit objem emise, charakter výnosu, dobu splatnosti, nominální hodnotu, formu dluhopisů a případně i další podmínky. Výše uvedené charakteristiky je vhodné vymezit variantně. Žádost o nabídku obvykle obsahuje již předběžný návrh emisních podmínek.

Předpokládáme, že emitent získal a posoudil nabídky jednotlivých potenciálních zprostředkovatelů po stránce *kvantitativní* (dle kritéria čisté současné hodnoty a vnitřní výnosové míry) i *kvalitativní* (soulad s požadovanými emisními podmínkami, profesionalita a zkušenosti z oblasti emise cenných papírů, způsob distribuce apod.) a zvolil nejvýhodnější nabídku.

Vydavatel tedy se zvoleným zprostředkovatelem, který se stane hlavním manažerem, uzavře podrobnou mandátní smlouvu upravující podmínky emise. V případě, že emisi bude zajišťovat více zprostředkovatelů, je třeba uzavřít smlouvu mezi vydavatelem, hlavním manažerem i ostatními manažery, tato smlouva se označuje jako „Smlouva o emisi“ (mohli bychom ji také označit jako smlouvu upisovací, neboť se týká především podmínek upisování emitovaných podnikových dluhopisů).

Zvolí-li emitent cizí emisi, tzn. využije-li služeb zprostředkovatele, pak přípravu a realizaci primární emise podnikových dluhopisů včetně jejich umístění zabezpečuje zprostředkovatel, je-li součástí smlouvy i obstarání plateb, zajišťuje zprostředkovatel i výplatu úroků a splacení jistiny. Přestože emitent využije služeb zprostředkovatele, musí určité činnosti související s realizací emise zabezpečovat sám, případně na některých činnostech participovat společně se zprostředkovatelem.

Úloha zprostředkovatele emise dluhopisů zahrnuje celou řadu činností. Hlavním úkolem je především:

- vypracovávat návrhy na financování,
- vypracovávat emisní dokumentaci,
- obstarat registraci cenných papírů ve Středisku cenných papírů, případně zajistit tisk cenných papírů,
- organizovat syndikát,
- zajistit finanční vypořádání se členy syndikátu,
- převést výnos emise na účet emitenta,
- zajišťovat funkci hlavního platebního místa,
- jednat s různými orgány, nejčastěji s Komisí pro cenné papíry, Burzou cenných papírů Praha, Střediskem cenných papírů.

3.2 Vypracování konkrétních návrhů na financování

V rámci této fáze je třeba provést přípravu a zpracování podkladů potřebných pro vydání podnikových dluhopisů a současně také prověřit emisní schopnost vydavatele.

Prvním krokem, který zprostředkovatel musí uskutečnit je příprava emise podnikových dluhopisů. V rámci přípravy emise jedná zprostředkovatel s vydavatelem, seznamuje se s firmou, s požadavky a přáními manažerů firmy. Ve spolupráci s finančními manažery pak

vypracovává konkrétní návrhy na financování. V této fázi se nejvíce projevuje úzký vztah mezi rozhodováním o povaze dané emise a o jejím průběhu.

Zprostředkující firma zde plní funkci poradenskou. Vychází přitom ze znalosti situace na kapitálovém trhu, ze znalosti zvyklostí investorů i požadavků ostatních navrhovatelů a vydavatelů. Je schopna sladit nabídku a poptávku kapitálu z hlediska kvantitativního, kvalitativního i časového, a tak zmenšit emisní rizika. Zprostředkující firma je také schopna doporučit svému klientovi optimální termín vhodný pro emisi, emisní podmínky apod. [1, str. 168]

V rámci přípravné fáze musí zprostředkovatel také prověřit emisní schopnost vydavatele. Prověření pozice emitenta slouží jako základ pro návrh emisních podmínek dluhopisu, zpracování textu a vytištění prospektu. Posouzení emisní schopnosti vydavatele může být provedeno dvojitým způsobem. V případě, že vydavatel míní umístit dluhopisy na domácím trhu a emisi zajišťuje peněžní ústav, který má dostatek informací o emitentovi, pak hodnocení vydavatele si obvykle provádí sám peněžní ústav. Mezi základní charakteristiky, které vypovídají o emisní schopnosti potenciálního vydavatele podnikových dluhopisů a které zprostředkovatelé důkladně posuzují, patří:

- finanční situace vydavatele;
- kvalita vedení firmy, jejího managementu;
- velikost firmy;
- odvětvové riziko;
- obecné povědomí o společnosti, pověst produkce společnosti;
- případně složení akcionářů;
- úroveň vedení účetnictví;
- informační politika.

V případě, že zprostředkovatel nemá dostatek informací o emitentovi, vyžaduje externě provedené hodnocení bonity emitenta. Raiting emitenta bude třeba provést také v případě, kdy emitent chce vydané podnikové dluhopisy umístit v zahraničí. Za této situace je třeba oslovit některou z renomovaných ratingových agentur.

Domníváme se však, že do budoucna budou investoři vyžadovat ratingové hodnocení i v případě podnikových dluhopisů umísťovaných na českém kapitálovém trhu. Navíc umístění dluhopisů bez ratingu je nákladnější a v některých případech i nemožné.

Rozhodne-li se český emitent, že podstoupí ratingové hodnocení, může se obrátit na některou ze zahraničních ratingových agentur, či na regionální ratingovou agenturu etablovanou v České republice - Czech Rating Agency, a. s. Tato agentura poskytuje dva základní produkty, a to CRA Rating, mezinárodně kompatibilní komplexní hodnocení určené jak pro průmyslové podniky, tak i finanční instituce a města, ale také ČEKIA-CRA Ranking, odvětvový investiční index hospodaření podniků.

CRA Rating hodnotí každý subjekt z pohledu oblasti a sektoru, ve kterém působí. Podnikové údaje jsou hodnoceny v nejdůležitějších částech života podniku, přičemž pozornost je zaměřena především na výrobní, personální a finanční charakteristiky. K udělení CRA Ratingu musí hodnocený subjekt předložit především následující veřejně přístupné informační zdroje: výroční zprávu společnosti, roční zprávy emitenta cenných papírů, roční účetní závěrky s přílohou, prospekt emitenta cenných papírů atd. Tyto informace slouží jako

základ pro posouzení bonity podniku a posléze jsou doplňovány při jednáních s určenými zástupci hodnoceného podniku. Hodnocení provádí nezávislý analytický tým CRA a toto hodnocení trvá přibližně jeden měsíc. Standardní CRA Rating je rating odpovídající mezinárodním kritériím, může být vytvářen na určitý subjekt nebo na konkrétní emisi a lze ho udělit buď národně, nebo mezinárodně. [2, str. 11; zdroj: CRA, a. s.]

4. Závěr

Článek je věnován dvěma vybraným problémům realizace emise podnikových dluhopisů v podmínkách České republiky, a to volbě povahy emise a návrhům na financování. Pozornost jsme zaměřili na první dvě fáze procesu realizace emise, které představují klíčový moment tohoto procesu. Volba mezi emisí vlastní a cizí i případný následný výběr zprostředkovatele, spolu s vypracováním návrhů na financování, představují úvodní fáze procesu realizace emise, které výrazně ovlivní náklady emise a mohou zajistit úspěšnost, či naopak způsobit neúspěšnost emise.

Literatura

- [1] Polidar, V. *Management bank a bankovních obchodů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1995. 423 s.
ISBN 901 991-0-0
- [2] Michálková, Jiřina. Czech Rating Agency hodnotí bonitu firem. *Burza: informace o dění na kapitálovém trhu a burzovních obchodech*, 1998, roč. 5, č. 40, s. 11.
ISSN 1210-7808
- [3] Hávová Eva; Tetřevová, Liběna. Podnikové dluhopisy - alternativa financování dlouhodobým bankovním úvěrem. *Sci. Pap. Univ. Pardubice 4. Ser. D*, 1. vyd., 1999, s. 95 - 99.
ISBN 80-7194-232-4
ISSN 1211-555X

Kontaktní adresa:

Ing. Liběna Tetřevová, Ph.D.

Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko správní, Katedra obecné a veřejné ekonomie,
Studentská 84, 532 10 Pardubice
tel. 040/6036161; fax 040/6036173
e-mail: libena.tetrevova@upce.cz

Ing. Eva Hávová, CSc.

Univerzita Pardubice, Fakulta chemicko technologická, Katedra ekonomiky a managementu chemického a potravinářského průmyslu, Studentská 84, 532 10 Pardubice
tel. 040/6036294; fax 040/6036173
e-mail: kemch.fcht@upce.cz

Recenzoval: Ing. Jan Komínek, vedoucí ekonomických záležitostí Tyco Electronics Trutnov, s.r.o. Trutnov