

Korunové dluhopisy a dobré mravy ve financích

Michal Mareš

Okolo korunových dluhopisů a nevidaného objemu jejich emisí v roce 2012 zůstává i po šesti letech řada otazníků. Obecně přijímaná „pravda“, že se všichni emitenti z tohoto období chtěli primárně vyhnout platbě daní, není korektní ani opodstatněná. Slušní a poctiví doplácí na to, že skupina podnikatelů emitovala dluhopisy účelově – zatím však nelze s určitostí říct, kdo a za kolik. A někteří emitenti emitovali „do šuplíku“ v očekávání stability právního a daňového prostředí, avšak dluhopisy mnohdy ve finále vůbec neprodali¹.

Nezávislý rozbor na bázi veřejně dostupných údajů naznačuje, že legislativní kroky v rozpětí dvou měsíců roku 2012 (květen a červen) vytvořily prostor pro celkové náklady do okamžiku splacení posledního emitovaného dluhopisu v roce 2062 – tedy v průběhu následujících 43 let – ve finančním objemu přes 7 miliard Kč - možná podstatně více, možná o něco méně. Údaje z října 2018 hovoří o celkové „škodě“ v rozsahu 494 miliony korun, kterou vyčíslila Finanční správa na základě 488 prověřovaných případů². Materiál Finanční správy z 1.10.2018 poskytuje anonymní data ohledně 1 430 provedených kontrol a šetření, avšak lze těžko odhadnout, co bylo jejich předmětem: obzvláště s ohledem na to, že ve veřejně dostupných evidencích lze dohledat jen 584 zaknihovaných emisí z let 2009 – 2017, přičemž počet kontrolovaných firem je podstatně vyšší. Lze jen vytušit, že předmětem kontrol byly i emise korunových dluhopisů v listinné, nezaknihované podobě.

Diskuse kolem vydávání korunových dluhopisů a jejich nákupech fyzickými osobami nabrala obrátek na začátku roku 2017. Impulsem byla trestní oznámení jak na finanční správu pro „nečinnost“, tak na emitenty pro jejich jednání v rozporu s daňovými pravidly. Na podzim 2018 diskuse znovu gradovala: nastala otázka, zda – u nejkřiklavějších případů – bylo vyšetřování ukončeno nebo zda pokračuje s termínem do konce roku. Ať tak či tak, stojí za to sledovat poklesky v dobrých mravech na českých finančních trzích, zanedbávání péče řádného hospodáře na straně některých emitentů nebo selhání institucí, které se mají v dané záležitosti kompetentně angažovat. Tím by mohl být ospravedlněn vznik následující stručné rekapitulace, výpočtů a zjednodušených odhadů.

Emise korunových dluhopisů

Z veřejných zdrojů lze snadno získat podrobné údaje o emisích korunových dluhopisů v letech 2009 - 2018. Na internetových stránkách <https://akcie-cz.kurzy.cz/emise/korunove-dluhopisy/> byly k 31.10.2018 zveřejněny údaje o 586 zaknihovaných emisích registrovaných v Centrálním depozitáři cenných papírů, v následujícím časovém sledu:

¹ Například Komerční banka „technicky vydala“ korunové dluhopisy v nominální hodnotě 20 miliard Kč, nikdy je však neprodala (https://ekonomika.idnes.cz/babis-chce-zdanit-jen-dluhopisy-ktere-vlastni-primo-majitele-firem-1di-/ekonomika.aspx?c=A170220_130836_ekonomika_jvl)

² Viz např. <https://eurozpravy.cz/ekonomika/ceska-republika/238747-nezdanene-korunove-dluhopisy-trestni-oznameni-na-agrofert-bylo-odloženo/>, z 29.10.2018 na bázi informací ČTK

Počet a objem emisí vydaných v letech 2009 - 2018

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Celkem |
|-------------------------------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Finanční objem v miliardách Kč | 0,0 | 0,0 | 23,8 | 164,9 | 40,7 | 1,1 | 0,5 | 1,2 | 2,1 | 0,5 | 234,9 |
| Počet emisí celkem | 3 | 0 | 6 | 525 | 15 | 6 | 3 | 14 | 12 | 2 | 586 |
| V tom: | | | | | | | | | | | |
| Státní dluhopisy - počet emisí | 3 | 0 | 3 | 8 | 9 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 25 |
| Státní dluhopisy - mld. Kč | 0,0 | 0,0 | 21,1 | 46,2 | 40,4 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 108,4 |
| Dluhopisy fin. institucí* - počet | 0 | 0 | 1 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 22 |
| Finanční instituce - mld. Kč | 0,0 | 0,0 | 1,2 | 38,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 39,2 |
| Korporátní dluhopisy - počet | 0 | 0 | 2 | 496 | 6 | 4 | 3 | 14 | 12 | 2 | 539 |
| Korporace - mld. Kč | 0,0 | 0,0 | 1,5 | 80,8 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 1,2 | 2,1 | 0,5 | 87,3 |

* Hypotéční listy a dluhopisy bank

Zdroj: <https://akcie-cz.kurzy.cz/emise/koronove-dluhopisy/>

Datum: 31.10.2018

Údaje v tomto příspěvku se věnují pouze zaknihovaným korporátním dluhopisům emitovaným v roce 2012, tj. v posledním roce, kdy úroky z korunových obligací nepodléhaly povinnosti odvést srážkovou daň 15%. V roce 2012 byly emitovány ve finančním objemu téměř 81 miliard korun.

Pro zajímavost: pokud by každý z celkových 165 miliard korunových dluhopisů roku 2012 byl vytištěn v papírové podobě formátu A4 (třeba kvůli možnosti klasického převodu rubopisem), dluhopisy by zcela neprodyšně zaplnily zhruba 10 000 obývacích pokojů běžné velikosti³, od podlahy ke stropu. Striktně vzato, pokud by pak za rok 2012 daňová správa měla prověřovat vazbu mezi emitenty a všemi nabyvateli korporátních dluhopisů ve všech 496 případech při průměrné investici fyzické osoby⁴, mohlo by to být teoreticky více než 160 tisíc případů.

“Boom” v roce 2012 – a proč vlastně?

Dvě významné novely zákonů schválené v roce 2012 změnily podmínky pro vydávání korunových dluhopisů:

- Novela zákona o obligacích s účinností od 1. 8. 2012⁵ výrazně omezila roli regulátora (ČNB): odstranila povinnost emitenta předložit České národní bance emisní podmínky ke schválení, a ze zákona byly vypuštěny i některé další pasáže týkající se dohledu nad dodržováním povinností emitentů⁶.
- Zákon 192/2012 Sb. ze dne 12. 6. 2012 byl mj. novelou zákona o daních z příjmů. Změnil dosavadní postup zdanění výnosů z úroků tak, že se srážková daň z úroků

³ Obývací pokoj zhruba o rozměrech plochy 6.0 x 4.3 m.

⁴ Uvažovaná investice fyzické osoby, řekněme, půl milionů Kč a ověřování z pohledu investic spojených osob.

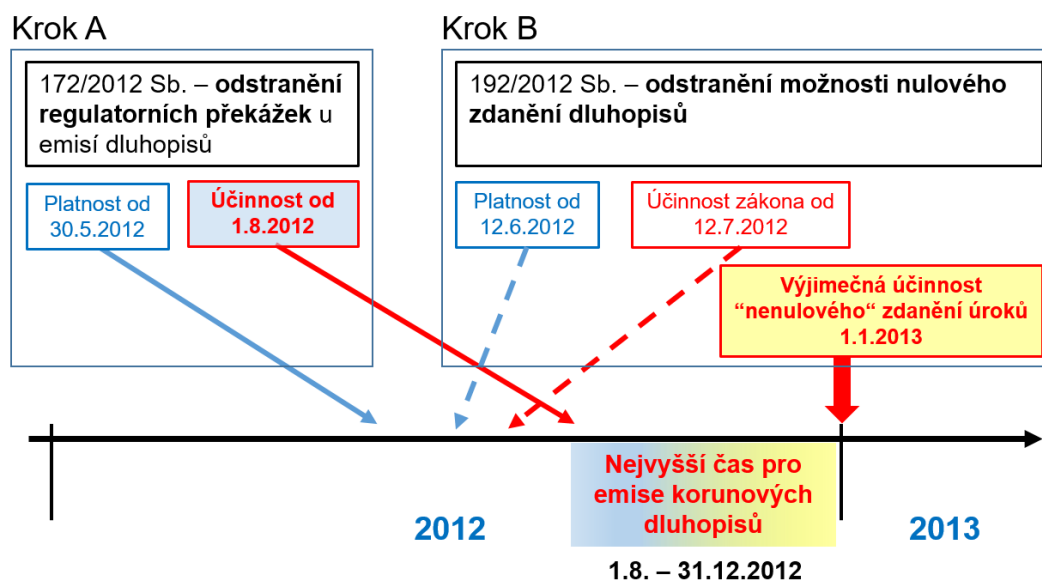
⁵ Zákon č. 172/2012 Sb., platný od 30.5.2012 s účinností od 1.8.2012.

⁶ Blíže např. příspěvek advokátní kanceláře Kocián, Šolc, Balašik “Úprava dluhopisů je od začátku srpna výrazně liberálnější” na stránkách Patria.cz ze dne 7. 8. 2012 (www.patria.cz/pravo/2122745/uprava-dluhopisu-je-od-zacatku-srpna-vyrazne-liberalnejsi.html), nebo Hýbl, D.: Zdanění dluhopisů v České republice, Bakalářská práce. Právnická fakulta Masarykovy univerzity, Brno 2018.

korunových dluhopisů efektivně nemohla snížit na nulu⁷ – avšak s “výjimečnou” účinností tohoto opatření až od 1. 1. 2013⁸.

Druhá výše uvedená úprava dala firmám možnost emitovat daňově zvýhodněné dluhopisy ještě do konce roku 2012. A reakce na toto hezké „window of opportunity“ na sebe nenechala dlouho čekat: v posledním čtvrtletí roku 2012 bylo z celkového ročního počtu 525 emisí realizováno - registrováno, nikoliv prodáno – 514 emisí v celkové hodnotě 78 miliard Kč.

Pro ilustraci, načasování nové legislativy relevantní pro oblast dluhopisů:



Korporace se vskutku činily, těsně před termínem - v prosinci 2012 - jejich emise dosáhly počtu 468 v celkovém finančním objemu 74 miliardy Kč.

Emise korunových dluhopisů ve 4. čtvrtletí 2012

| | Státní dluhopisy | HZL | Finanční instituce | Korporace | Celkem |
|---------------|------------------|-----|--------------------|-----------|--------|
| Říjen | 0 | 1 | 0 | 2 | 3 |
| Listopad | 4 | 0 | 0 | 22 | 26 |
| Prosinec | 0 | 9 | 8 | 468 | 485 |
| Celkem | 4 | 10 | 8 | 492 | 514 |

Zdroj: <https://akcie-cz.kurzy.cz/emise/koronove-dluhopisy/>

Datum: 31.10.2018

Pro úplnost: v poslední pracovní den roku 2012 (pátek 28.12.) bylo registrováno 86 emisí korporátních korunových dluhopisů ve finančním objemu 15.8 miliardy Kč.

Jak vidno, čeští podnikatelé a jejich daňoví poradci bedlivě sledují vývoj legislativy.

⁷ Zákon 192/2012 Sb., Část druhá – Změna zákona o daních z příjmů, Čl. III, odst. 6.:

V § 36 odst. 3 se za větu šestou vkládá věta „U příjmů uvedených v odstavci 2 písm. a) nebo m) j), s výjimkou dividendového příjmu se základ daně a sražená daň nezaokrouhuje a celková částka daně sražená plátcem z jednotlivého druhu příjmu se zaokrouhuje na celé koruny dolů.“.

Zdroj: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-192#cl3>

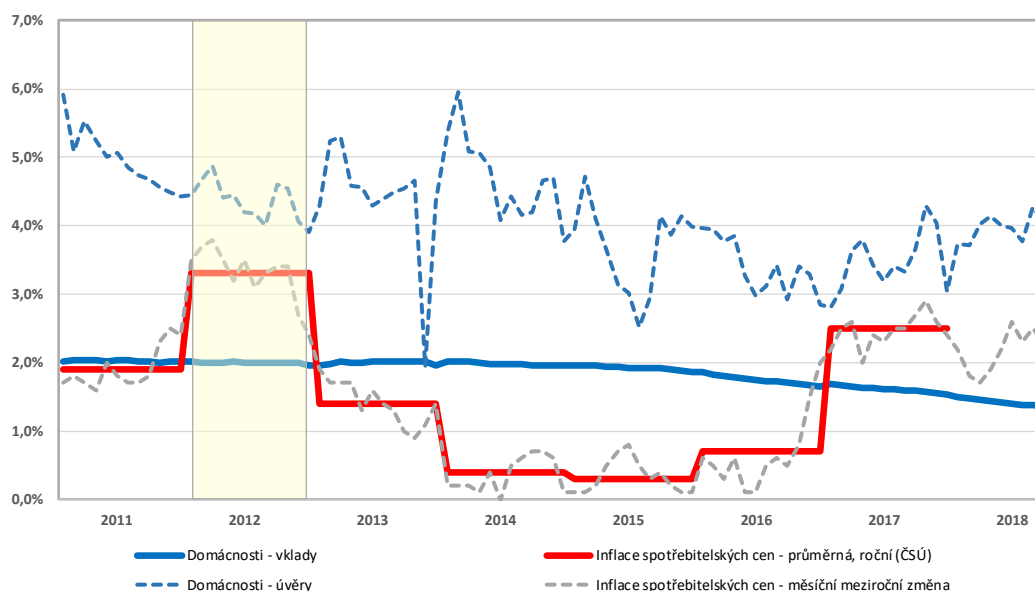
⁸ Zákon 192/2012 Sb. sice nabyl účinnosti 12.07.2012, avšak u relevantní novely § 36 odst. 3 zákona o dani z příjmu stanovil výjimku a zákon v této části nabyl účinnosti až od 1. 1. 2013.

Dobry nebo špatny nápad?

Princip zaokrouhlování základu daně na celé koruny dolů nebyl v roce 2012 nový – byl tady už „od nepaměti“ – resp. od 90. let minulého století⁹. Avšak státní dluhopisy korunové nominální hodnoty (v objemu až 20 mld. Kč z května 2012¹⁰) byly prvním testem, který měl fyzickým osobám dát možnost zvažít bezpečné investice do úročených cenných papírů místo nevýnosných úspor na bankovních účtech. Ani v této „pre-historické době“ nikdo nebránil korporacím vydávat korunové obligace. Nicméně byla by to dřina s ohledem na schvalování emisních podmínek Českou národní bankou – tato překážka však padla 1.8.2012.

Nezapředneme-li do konspiračních teorií (např. že by některý ze zákonodárců chtěl pomoci někomu z podnikatelů ke značným nezdaněným příjmům), můžeme s jistou dávkou tolerance zavedení nezdaněných korunových dluhopisů interpretovat jako laskavý pokus umožnit obyvatelstvu (fyzickým osobám) dosáhnout na výnos představující pozitivní reálnou úrokovou míru, a podnikatelům získat zdroj únosně drahých či levných peněz.

Úrokové sazby a inflace - fyzické osoby / domácnosti



Zdroj: Grafické znázornění na bázi údajů ČNB a ČSÚ

Databáze časových řad ARAD (ČNB):

Úrokové sazby korunových úvěrů poskytnutých bankami domácnostem v ČR - nové obchody

Úrokové sazby korunových vkladů přijatých bankami od rezidentů ČR

Spotřebitelské ceny - inflace, meziroční změny, měsíční data

Český statistický úřad:

Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP - míra inflace

⁹ Byl deklarován už ve vyhlášeném znění zákona o daních z příjmů z prosince 1992 - viz např. <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1992-586/zneni-0>

¹⁰ <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/2071181/ministerstvo-financi-lide-si-od-vcerejska-objednali-dluhopisy-za-vice-nez-ctyri-mlrd-kc.html>, v Centrálním depozitáři cenných papírů lze dohledat emise státních dluhopisů z května 2012 ve výši 16.4 mld. Kč, další v listopadu téhož roku (v celkové hodnotě dalších 29.8 mld. Kč. Pozn.: údaje z databáze <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/siroka-verejnost/bezplatne-sluzby-online/seznam-emisi> a <https://akcie-cz.kurzy.cz/emise/korunove-dluhopisy/> (uváděné v této analýze) vykazují některé drobné nesrovnalosti.

Inflace v průběhu roku 2012 znehodnocovala vklady obyvatelstva, reálná úroková sazba u bank (zejména po zahrnutí srážkové daně) byla pro domácnosti záporná a každá ušetřená koruna byla vítána.

Úmysl povzbudit investice alespoň malým příspěvkem ze strany státu v podobě „nedanění“, stejně jako motivaci podnikatelů k emisím dluhopisů (odstraněním regulatorních překážek), lze snad hodnotit pozitivně. V implementaci však státní instituce šokovaly s odstupem za aktivními „dravci“ – a řešení nečekaných dopadů do výběru daní pokulhává dodnes.

Trestní oznámení a [ne]činnost finanční správy

Daňové úřady začaly ve větším rozsahu emise korunových dluhopisů prověřovat zhruba v polovině roku 2017. Impulsem bylo anonymní trestní oznámení z dubna 2017 na pracovníky finanční správy¹¹, kteří údajně odmítali kontrolovat korunové dluhopisy společnosti Agrofert registrované v Centrálním depozitáři cenných papírů.

V prvním období byl ještě výklad zákona 192/2012 Sb. o změně postupu při zdanění výnosů z korunových dluhopisů nejasný. Na podzim roku 2012 probíhaly diskuse o tom, který krok a které datum je rozhodující pro postup zdanění korunových dluhopisů podle pravidel platných od 1.1.2013: datum emise versus datum prodeje dluhopisu¹². Tyto diskuse spíše oddálily postup pracovníků finanční správy v případech potenciálních pochybení či záměrného snižování daňové povinnosti.

Relativní klid pracovníků finanční správy v období 2013 – 2016 lze odvodit:

- z nedostatku instrukcí ze strany ministerstva financí,
- z nejasností či nezkušenosti v oblasti hodnocení kredibility/ratingu emitentů pro finanční instituce (a tudíž dostupnosti finančních alternativ, především bankovních úvěrů),
- nebo z obtíží při identifikování nabyvatelů a držitelů korunových dluhopisů a jejich propojení s emitentem (spojené osoby či spřízněné strany).

V roce 2014 se pak řízení ministerstva financí - a tudíž orgánu nadřízeného finanční správě – navíc ujal politik, který v letech 2013 a 2014 sám koupil dluhopisy emitované jeho vlastní společností, čímž vyvolal četné otázky ohledně účelovosti podobných emisí¹³. Lze dovozovat, že vůle pracovníků finanční správy kontrolovat nejvyššího „šéfa“ byla přinejlepším vlažná.

Ve větším rozsahu finanční správa zahájila kontroly emitentů korunových dluhopisů v první polovině roku 2018¹⁴. Finanční správa má v souladu se smyslem legislativy povinnost ověřovat přinejmenším následující okolnosti:

- Účel transakce: má získání finančních prostředků na straně emitenta skutečný ekonomický smysl nebo jde o zadlužení s cílem získat daňovou výhodu? Emitent musí mj. prokázat skutečnou potřebu finančních prostředků k dosažení příjmů.
- Přiměřenost podmínek financování, komerční smysl a rentabilitu.

¹¹ Žalobce zamítl prošetřit nečinnost finanční správy u Babišových dluhopisů, Echo24.cz, <https://echo24.cz/a/iuaaZ/zalobce-zamitl-prosetrit-necinnost-financni-spravy-u-babisovych-dluhopisu>

¹² Tax News, Deloitte, říjen 2012.

¹³ Emise 28.12.2012, první nákup 22.11.2013, následující 29.1.2014 a 8.8.2014, např. <https://reportermagazin.cz/a/iXyqD/potvrzeno-dluhopisy-kupoval-babispolitik> (na základě dopisu Andreje Babiše poslanecké sněmovně).

¹⁴ <http://www.fucik.cz/publikace/korunove-dluhopisy-danova-kontrola/> z 9. 2. 2018.

- Účelové „drobení“ celkové částky na cenné papíry korunové hodnoty (z titulu „snadného umístění“ emise?!?).
- Vazby mezi emitentem a nabyvateli dluhopisů: samotný nákup dluhopisů majiteli firem/emitentů není protizákonný, avšak vyvolává oprávněné podezření, zejména pokud existují pochybnosti o účelu emise a přiměřenosti podmínek.

V řadě případů je obtížné stanovit dělící linii mezi ještě dovoleným a již zakázaným jednáním. Proto se správci daně zaměřují především na dodanění na základě běžných daňových institutů, jakými jsou např. běžný úrok, nízká kapitalizace, nedaňový úrok u nákupu podílů atp. V uvedeném počtu případů jde u korunových dluhopisů o mravenčí práci, pro kterou daňové úřady pravděpodobně nebyly či nejsou vybaveny technicky nebo personálně.

Nicméně ke konci třetího čtvrtletí 2018 finanční správa provedla v souvislosti s korunovými dluhopisy 442 místních šetření a podala 104 trestní oznámení na daňové subjekty^{15, 16}. Do konce ledna 2018 úřady také doměřily daň z příjmů v souvislosti s korunovými dluhopisy za zhruba 12.5 milionu korun¹⁷. Dobrý počín, mohl však přijít dříve.

Na podzim roku 2018 finanční správa vyčíslila škodu na 494 milionů korun a bylo podáno 91 dodatečných daňových přiznání. V řešení těchto daňových ztrát nadále zůstávají četné otázky, mj. i ohledně došetření politicky citlivé kauzy emise dluhopisů společnosti Agrofert a jejich nákupu ministrem financí a pozdějším předsedou vlády¹⁸. Nicméně následná analytická sestava k prověřovaným korunovým dluhopisům k 30.6.2018 indikuje značný nárůst relevantních kontrolních zjištění i korespondující výši celkové doměřené daně z příjmů¹⁹.

„Dobré mravy“ emitentů – finanční parametry emisí z roku 2012

Celkovou výši „osvobození“ od daní lze ze zveřejněných informací pouze odhadovat: u řady emisí s variabilní úrokovou sazbou není uváděna základní sazba ani marže, a odhad ročního úroku by mohl být až řádově nepřesný. Poměrně přesně lze z dostupných informací odhadnout dopad u 324 zaknihovaných emisí korporátních dluhopisů z roku 2012, které budou „v oběhu“ (pravděpodobně však vůbec nebudou „obíhat“) i za horizontem roku 2018. Jde o emise deklarované v Centrálním depozitáři cenných papírů jako „platné“. Z parametrů emisí je možné u některých emitentů dovozovat i případné záměry úmyslného snížení daňové povinnosti.

Většina emisí korunových dluhopisů 2012 je volně převoditelná, avšak minimální počet je registrován na regulovaném trhu. Snad jediným emitentem s korunovými obligacemi registrovanými na regulovaném trhu byla společnost Czech Property Investments, která však v průběhu října a listopadu 2018 všechny dluhopisy v celkové hodnotě 7 miliard Kč předčasně splatila.

¹⁵ <https://ekonom.ihned.cz/c1-66270700-stat-ma-policeno-na-korunove-dluhopisy-podava-trestni-oznameni-a-meni-zakony>

¹⁶ Není zcela zřejmé, jak tato informace koresponduje s evidencí Finanční správy za období 2013 – 2016, která byla zveřejněna 22.2.2018 na <https://www.financnisprava.cz/cs/financni-sprava/generalni-financni-reditelstvi/uredni-deska-gfr/poskytnute-info-dle-zakona-106-1999sb/2018>, kde s uvádí zhruba stejný objem doměřených daní, avšak ostatní údaje jsou výrazně odlišné.

¹⁷ https://www.tyden.cz/rubriky/domaci/financni-urady-setri-korunove-dluhopisy-probihaji-stovky-kontrol_465655.html s odkazem na webovou stránku Finanční správy.

¹⁸ <https://eurozpravy.cz/ekonomika/ceska-republika/238747-nezdanene-korunove-dluhopisy-trestni-oznameni-na-agrofert-bylo-odloženo/>

¹⁹ Analytická sestava k prověřovaným „korunovým“ dluhopisům ke dni 30.6.2018, zveřejněna 1.10.2018, <https://www.financnisprava.cz/cs/dane/dane/dan-z-prijmu/Info-o-korunovych-dluhopisech>

Následující údaje popisují hlavní rysy 324 dluhopisů emitovaných v roce 2012 – těch, u kterých lze stanovit roční úrok (s horizontem splatnosti za rokem 2018):

- Průměrný objem emise

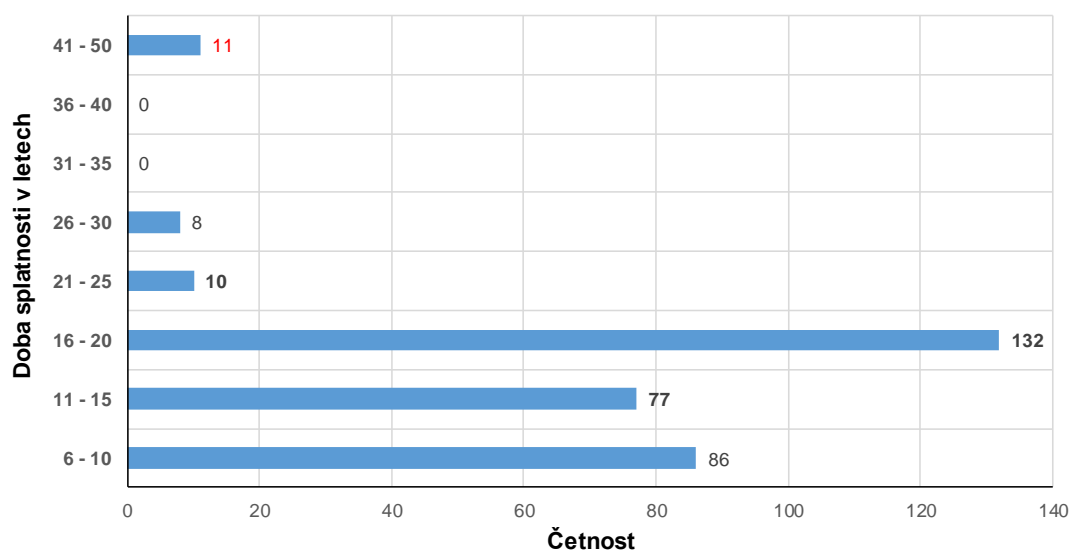
Většina emisí ve sledovaném vzorku se pohybovala v objemu 0 – 100 mil. Kč (199 emisí v celkové nominální hodnotě téměř 6 miliard Kč). Větších emisí bylo podstatně méně, nad 1 miliardu Kč pouze 9 emisí v hodnotě 12.5 miliardy Kč.

Čistý aritmetický průměr na jednu emisi je necelých 150 milionů Kč: hodně menších emisí a několik vskutku objemných.

- Doba splatnosti

Nejčastěji byly dluhopisy v roce 2012 emitovány se splatností 10 – 20 let.

Frekvence doby splatnosti (roky)

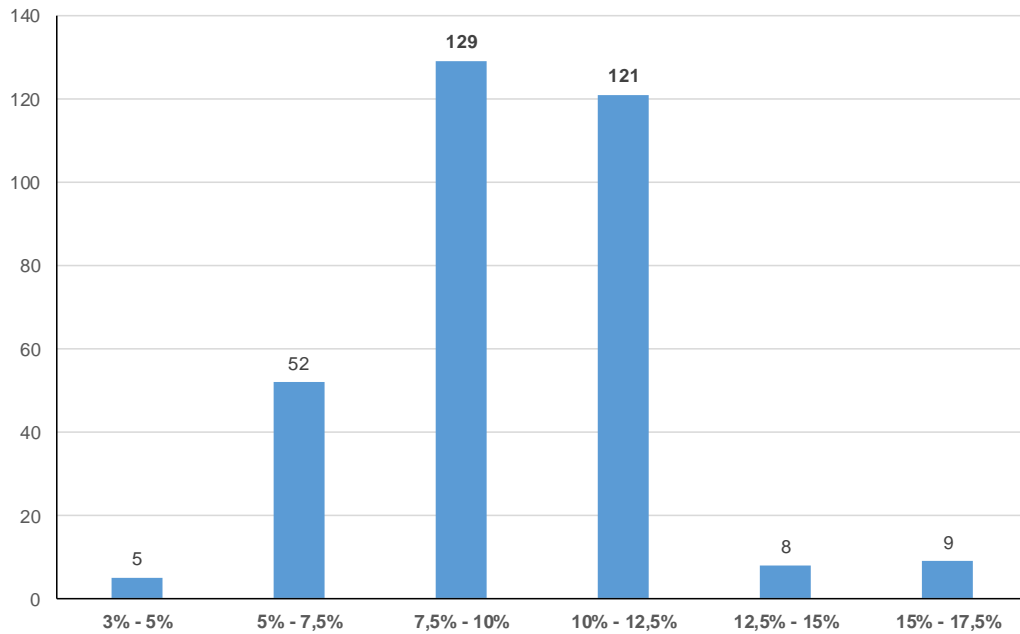


- Úroková sazba

Úrokové sazby korporátních dluhopisů se pohybovaly v rozpětí 3% - 17%²⁰. Z grafu je zřejmé, že většina emitovaných dluhopisů nesla vyšší než obvyklou úrokovou míru:

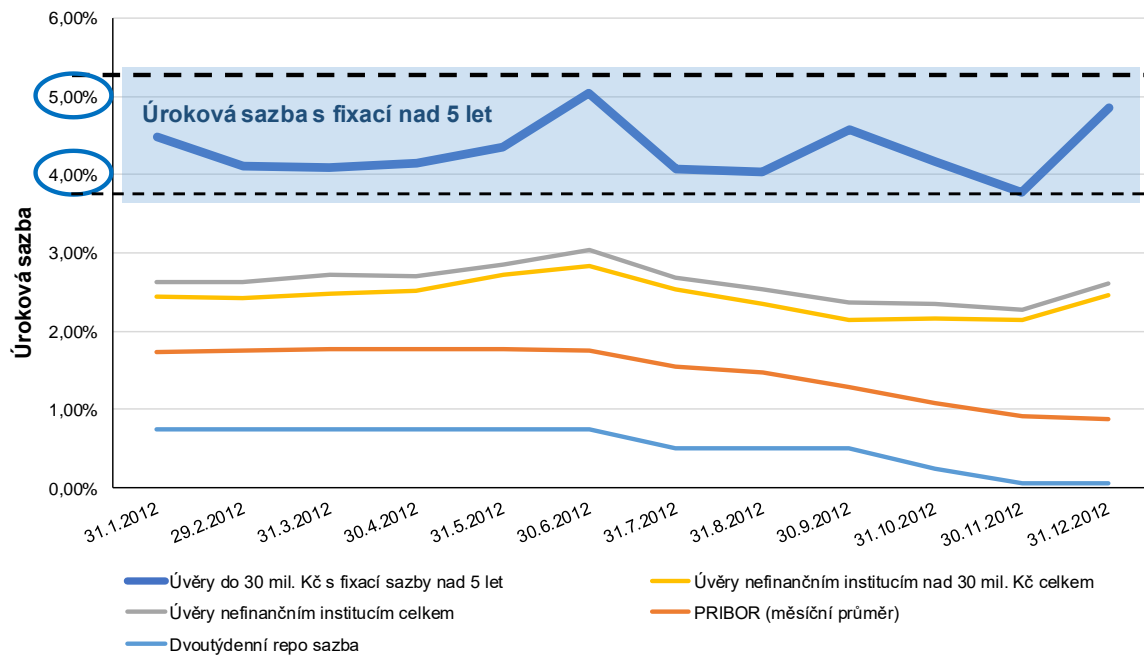
²⁰ Některé zdroje uvádějí jako nejvyšší uplatněnou úrokovou sazbu 18.5%, pravděpodobně na základě dat z <https://akcie-cz.kurzy.cz/emise/CZ0003505018/>. Nicméně údaje z Centrálního depozitáře cenných papírů uvádějí pod stejným ISIN podstatně nižší sazbu - 6.2% (viz <https://www.cdcp.cz/index.php/cz/siroka-verejnost/bezplatne-sluzby-online/seznam-emisi>)

Frekvence úrokových sazeb u dluhopisů emitovaných v roce 2012



Přiměřenou míru úročení korporátních dluhopisů lze odvodit ze statistik ČNB, která publikuje souhrnné průměrné údaje o skutečném poskytování komerčních úvěrů nefinančním institucím (korporacím) bankami. Data naznačují, že se úrokové sazby u korunových úvěrů, které byly bankami nově poskytnuty korporacím v České republice, pohybovaly v rozpětí 4% – 5%:

Průměrné úrokové sazby v roce 2012 - sazby ČNB a sazby u nově poskytovaných úvěrů bankami



Z fixace vyšších dlouhodobých sazeb vyplývá, že banky neočekávaly růst úrokových sazeb v následujících obdobích – a vývoj skutečně vedl k jejich poklesu: od roku 2013 průměrné úrokové sazby u úvěrů nefinančním institucím nepřesáhly 5%, a v roce 2018 poklesly na setrvalou úroveň okolo 3%.

Značný počet korporátních dluhopisů emitovaných v roce 2012 bez potřeby schválení emisních podmínek Českou národní bankou nesl úrok nad obvyklou tržní úrovní, i nad úrovní úrokové sazby, kterou byly ve stejnou dobu úročeny bankovní úvěry přijaté samotnými emitenty²¹. A nešlo o úvěrové instrumenty splatné zítra, jednalo se o zdroje na dlouhá období.

A že byly v mnoha případech nemravně drahé? Konstatování: ANO.

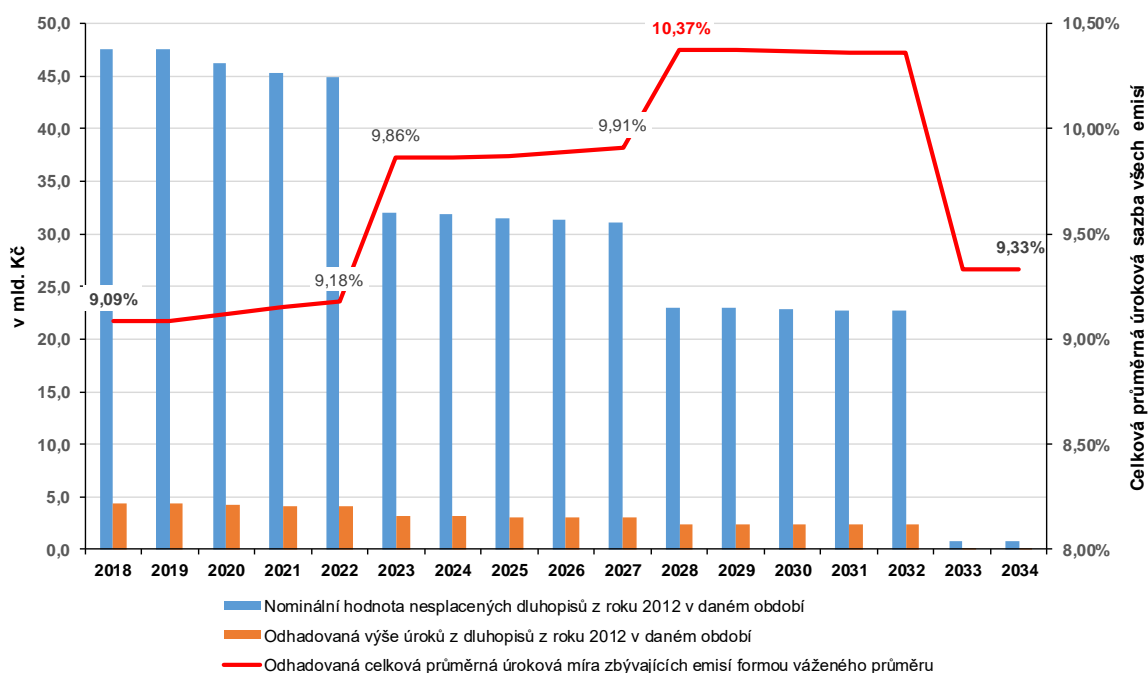
²¹ Viz např. <https://reportermagazin.cz/a/iWL6p/andrej-babis-danovy-umelec>

Příštích 15 let

Vzorek 324 dluhopisů z roku 2012 bude v období 2019 – 2034 postupně odumírat. Nepřilíši rychle a už vůbec ne levně.

Z grafu je zřejmé, že emise s delší splatností zpravidla nesou vyšší úrok. Spolu s poklesem objemu (expirace dluhopisů) roste celková průměrná úroková sazba²² (kupon) zbývajících dluhopisů (až do úplného splacení posledních emisí v roce 2062), skokově v roce 2023, kdy budou splaceny desetileté dluhopisy a v roce 2028, kdy budou splaceny patnáctileté dluhopisy. Od roku 2033 by mělo zůstat „v oběhu“ (či přinejmenším v platnosti) jen 29 emisí s průměrnou úrokovou sazbou 9.3%, po roce 2042 pouhých 11 se splatností v roce 2062.

Nominální hodnota a odhad úroků z nesplacených emisí z roku 2012 a odhad průměrné úrokové sazby v daném roce



* Celková průměrná úroková sazba: $\frac{\sum \text{ročních úroků nesplacených emisí z roku 2012}}{\sum \text{nominálních hodnot všech nesplacených dluhopisů z roku 2012 v daném roce}}$

Pokud by držitelé všech zbývajících emitovaných korporátních korunových dluhopisů obdrželi plný deklarovaný roční úrok až do doby splatnosti, činila by celková částka za roky 2019 – 2062²³ u uvažovaného vzorku 45.3 miliardy Kč (v příštích patnácti letech převážná část: 44.3 miliardy Kč). Z této celkové částky by při nezměněných podmínkách byla „odpuštěná“ srážková daň v letech 2019 – 2062 zhruba 6.8 miliardy Kč. Odpuštěná srážková daň z celého portfolia dluhopisů z roku 2012 by mohla být ještě vyšší. **Ale ...**

Finanční správa by měla dohledávat případy, kdy emitent dluhopisu nesledoval striktně podnikatelské účely. Pokud prokáže postup v rozporu se zákonem, měla by doměřit jak srážkovou daň z vyplacených úroků nad rámec běžných tržních podmínek v době emise, tak daň z případného neoprávněného snížení základu daně z příjmů emitentů. U jednotlivých emisí lze kromě toho zvažovat oprávněný účel a využití získaných finančních prostředků. Na

²² Vážený průměr zbývajících dluhopisů v daném roce.

²³ Splatnost „nejdelších“ dluhopisů z roku 2012.

druhou stranu doměření daně včetně případných penále a úroků z prodlení musí proběhnout ve lhůtě stanovené daňovým řádem.

Přijmeme-li předpoklad, že (a) obvyklá roční úroková sazba pro větší a dlouhodobější úvěry v roce 2012 činila 5%, (b) emitenti korunových dluhopisů by dosáhli na odpovídající úvěrové zdroje a (c) korporátní korunové dluhopisy jsou „v užívání“, může odhad finančních dopadů u vzorku 324 registrovaných emisí dluhopisů v nominální hodnotě 47,6 miliardy Kč vypadat v následujících pěti letech například takto:

| Soubor 324 nesplacených emisí z roku 2012 (na konci roku 2018) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| mld. Kč | | | | | |
| Nominální hodnota nesplacených emisí dluhopisů z roku 2012 | | | | | |
| Na konci prvního roku uvedeného roku / období | 47,6 | 46,3 | 45,2 | 44,9 | 32,1 |
| Na konci posledního roku uvedeného období | --- | --- | --- | --- | --- |
| Počet nesplacených emisí dluhopisů z roku 2012 v daném roce | | | | | |
| Na konci prvního roku uvedeného roku / období | 324 | 319 | 312 | 311 | 238 |
| Odhadovaná celková výše deklarovaných úroků v daném roce / období | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 4,1 | 3,2 |
| Odhadovaná celková průměrná úroková míra zbývajících emisí | 9,1% | 9,1% | 9,2% | 9,2% | 9,9% |
| Celková "ušlá" srážková daň z úroku (sazba 15%)* | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| Neoprávněná výše úroků (z titulu nepřiměřeně vysoké úrokové sazby)** | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,6 |
| Dodatečná srážková daň z nepřiměřeně vysokých úroků (15%) | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 |
| Odhad dodatečné daně z příjmů z nadměrně vysokých úroků (19%***) | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| Potenciální částka daňové úspory k prověření**** | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |

* Nereálný předpoklad (doufáme), že žádný z emitentů srážkovou daň neodvede.

** Příklad uvažuje tržní úrokovou sazbu pro nefinanční instituce v roce 2012 ve výši 5%.

*** Předpoklad, že by všichni emitenti snížili základ daně z příjmů o plný "uznatelný" (byť nepřiměřeně vysoký) úrok z emise korunových dluhopisů.

**** Odhadovaná dolní hranice částky "ušlých" daní, na které by se finanční správa měla zaměřit.

Výše odhadovaná potenciální daňová úspora na straně 324 emitentů (potažmo i fyzických osob – nabyvatelů a držitelů vzorku korporátních dluhopisů) může být v průběhu následujících pěti let 3.1 miliardy Kč. A pokud by nebyly emise s nejdelší splatností předčasně splaceny, mohla by kalkulovaná celková částka ušetřených daní za zbývajících 43 let (2019 – 2062) vystoupat na 7.5 miliardy Kč. A kdoví, jak to vypadá s dvoustovkou dalších korporátních dluhopisů z roku 2012, u kterých se nepodařilo získat z veřejných zdrojů "kalkulovatelná" data. A s dluhopisy v listinné formě, o kterých média a veřejné zdroje mlčí.

Chyba, příležitost, chamtivost a zodpovědnost

Po bitvě je každý generál. Z nenormálního stavu v českém finančním prostředí však lze vyvodit některé závěry, ne-li poučení:

1. Nekoordinované legislativní úpravy nevedou ke kýženým výsledkům.

Odstranění regulace emisí korporátních dluhopisů Českou národní bankou v srpnu 2012 byla **chyba**. Nebyla připravena alternativa, která by udržela všechny potenciální emitenty v mantinelech obvyklých finančních parametrů.

Přestože se zdá, že zákonodárci byli včas upozorněni na nebezpečí laviny emisí – kupodivu i promptně schválili novelu, která by za normálních okolností z korporátních korunových dluhopisů učinila v podstatě neatraktivní finanční instrument, nastavením účinnosti jedné jediné z řady úprav o 152 kalendářních dní později než účinnosti celého

zákona vytvořili prostor pro oportunistické jednání některých podnikatelů. Společnosti, které do té doby možná nic netušili o získání finančních prostředků prostřednictvím dluhopisů, se prakticky přes noc staly emitenty a vydaly během pěti měsíců cenné papíru v celkovém nominálním objemu přes 80 miliard Kč. **Chyba?**

2. Příležitost dělá podnikatele. Nebo chamtivce?

Legální snížení základu daně je zcela legitimní právo podnikatele. Není nic špatného na tom, že korporace takové příležitosti vyhledávají. Z daňových pravidel je však zcela jasné, že daňový základ snižují pouze náklady, které jsou nezbytné k dosažení a udržení příjmů.

Distribuce emitovaných dluhopisů spřízněným fyzickým osobám je za určitých okolností také legitimní. Nastavení nadstandardních, výhodnějších než tržních podmínek je ale výrazem chamtivosti, a navíc u emitenta je porušením péče řádného hospodáře. Který řádný hospodář by chtěl společnost zatížit vysokým nákladovým úrokem? A komu by chtěl dopřát nadstandardní finanční výnos. Komukoliv na trhu nebo “sám sobě”?

Příležitosti k porušení dobrých mravů a koneckonců i zásad hospodaření ony dva kousky legislativy z května a června 2012 nabídly. A někteří podnikatelé nezaváhali.

3. Přenesení zodpovědnosti není zcela jednoduchá záležitost.

Někteří autoři²⁴ poukazovali na fakt, že bez regulace emisí korporátních korunových dluhopisů se zodpovědnost za uvážené investiční rozhodnutí posouvá k nabyvatelům dluhopisů – fyzickým osobám, které v řadě případů nejsou zkušenými investory. To obecně platí s výjimkou, kdy emitent je nepřímo také investorem – spojenou osobou.

U korporátních dluhopisů však šlo především o přenesení zodpovědnosti ze stavu “ex-ante” do stavu “ex-post”. Schvalování emisních podmínek Českou národní bankou až do 1.8.2012 bylo testem, zda konkrétní emise splňuje podmínky finančního instrumentu a ustálených pravidel či dobrých mravů na finančních trzích. Ještě před emisí. A korporace se procesu solidní přípravy emise spíše vyhýbaly – celkem 9 korporátních emisí v letech 2009 – 2011 není nijak úchvatný objem.

Úprava způsobu zdanění korunových dluhopisů od 1.1.2013 přenesla zodpovědnost za korektnost emisí na finanční správu, a způsob zajištění dodržování zásad korektního chování emitentů nabyl formy “hrozba trestem”: potenciální dodanění neoprávněných úspor ex-post. A výsledek se dostavil: rovných 50 emisí v následujících pěti letech 2013 – 2017 opět není žádný zázrak.

Náprava neuvážených legislativních kroků může být bolestná. Pro emitenty i pro správce daní. Emitenti čelí nepředpokládanému zvýšení daňové zátěže a finanční správa je zatížena vyšším počtem potřebných šetření a kontrol.

²⁴ Např. <https://www.patria.cz/pravo/2122745/uprava-dluhopisu-je-od-zacatku-srpna-vyrazne-liberalnejsi.html>

A závěr? Není.

Příběh nekončí a závěry učiněné na základě neúplných dat jsou zavádějící.

Téměř šest let po lavině emisí korporátních korunových dluhopisů není úplně jasno: bude se danit nebo nebude? Ministerstvo financí znovu uvažuje o změně zákona o daních z příjmů, která by zavedla zdanění příjmů z korunových dluhopisů bez ohledu na to, kdy byly emitovány²⁵. Zda taková novela s předpokládanou účinností v roce 2020 bude přijata, zatím není jisté.

Laicky řečeno, nedostatečně promyšlené legislativní kroky v květnu a červnu 2012 způsobily potenciální díru v daňových příjmech státu v řádu stamilionů ročně, a úhrně miliard v následujících letech.

Snaha takový úbytek daňového příjmu snížit dalšími legislativními kroky je pochopitelná, avšak časté změny legislativy a pravidel v oblasti finančních trhů a daní důvěru emitentů a investorů neposilují. A stabilní vývoj nepodporují. Dokladem může být právě příklad korunových dluhopisů: s jistou nadsázkou lze říci, že ze strany emitentů šlo o dlouhodobý totální nezájem – krátkodobý enormní zájem – a totální nezájem, a to pravděpodobně i dlouhodobě do budoucna.

Nepříjemná je i otázka doměření daní, odhalení případů porušení zákona nebo jeho zneužití: „bona fide“ emitenti jsou v podezření en bloc spolu s oportunisty, jednajícími za hranou zvyklostí či zákona. A finanční správa musí pečlivě oddělovat zrna od plev, koneckonců i proto, aby si zachovala patřičnou důstojnost a důvěru.

²⁵ Ozvěny daňových kontrol ke korunovým dluhopisům, <https://www.dreport.cz/blog/ozveny-danovych-kontrol-ke-korunovym-dluhopisum/>