TEORETICKÉ VYMEZENÍ PODNIKOVÝCH AKCIÍ A DLUHOPISŮ SOUDOBÉHO SVĚTOVÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU

O. Rejnuš

Došlo: 19. prosince 2004

Abstract:

REJNUŠ, O.: *Theoretical classification of corporate stocks and bonds on the current international capital market*

The article deals with the theoretical classification of "classic" capital market securities, i.e. corporate stocks and bonds. Its aim was to make a detailed analysis of the individual types of these securities from the viewpoint of their main characteristic features, and to look for possible ways of systemizing them and distinguishing them as unambiguously as possible. As the aim of this analysis was to identify the most important and typical properties of not only corporate stocks and long-term bonds that are commonplace in investing but also of those that are rare on financial markets, the analysis was made from a global viewpoint, i.e. without regard to the individual countries' legislative conditions.

The analysis focused, above all, on looking for ways to construct the individual types of stocks and bonds and of the most important rights connected with them. Using the obtained results, these types were mutually compared and possible ways of their systemization were explored. Taking into account these facts, certain significant properties (which, however, concern all securities in general, such as "issuer type" or conditions of transferability/ways of tradeability) were intentionally abstracted.

The result of the analysis confirms the meaningfulness of certain existing theories concerning the existence of three relatively different groups of "classic" securities: common stocks, preferred stocks, and bonds. At the same time, the analysis has shown that as far as this classification is concerned, it is based mainly on the function of the securities, which means that the properties regarding their structure and legal content are covered only partially. This is also proved by making a proposal for a comprehensive systemization, which shows that on the current financial market there are many situations when (except the legal identification) it is difficult to judge from the particular properties of a security whether it is a bond or a stock, or (in the latter case) which type of stock it is. For the above-mentioned reason, the conclusion stresses the necessity to create at least partly harmonised international legislation in the given area, and presents recommendations for the establishment of the fundamental part of a harmonised system of legislation, which increasingly appears to be essential.

stocks, bonds, financial derivatives, structured products, investment financial instruments, financial market, capital market, money market, systemization, globalisation

Akcie a dlouhodobé dluhopisy jsou všeobecně považovány za významné finanční investiční instrumenty, mající nezastupitelnou úlohu při financování kteréhokoli ekonomického systému, včetně ekonomiky světové. Přesto zatím neexistuje celosvětově jednotný názor na to, jak je definovat, resp. jaké jsou jejich jedinečné vlastnosti (atributy). To způsobuje, že jak mezi jednotlivými státy, tak i uvnitř jich samotných neexistuje jednotnost jejich označování, přičemž může docházet až k tomu, že jsou konstruovány a pojmenovávány podle individuálního uvážení

jejich emitentů, a to často v souladu s jejich vlastními zájmy. To vede k tomu, že některé v podstatě stejné druhy finančních operací lze rozdílně vykazovat, což se následně projevuje v neprůhledných finančních tocích a tím i v právně nepostižitelných, tzv. „legálních“ daňových únicích. K nim navíc přispívají i stále se rozšiřující nové druhy finančních investičních instrumentů (tzv. „strukturované produkty“).[1] Ty vykazují zároveň jak vlastnosti dluhopisů, tak i finančních derivátů (jejich podkladovými aktivy bývají mimo jiné často akcie), jakož i některé vlastnosti cenných papírů kolektivního investování. To ovšem zároveň značně omezuje možnosti státní regulace jak na národní, tak i na mezinárodní úrovni. Proto zákonitě vyvstává stále větší nutnost akcie a dluhopisy jednotně a celosvětově definovat a současně je i jednotně legislativně vymezit.

CÍL A METODIKA

Aby bylo možno provést teoretické vymezení podnikových akcií a dluhopisů soudobého světového kapitálového trhu s cílem jejich vzájemného oddělení, bylo nutno uskutečnit dva základní kroky. Za prvé byla provedena analýza různých druhů akcií a obligací s cílem rozpoznat jejich typické (jak společné, tak navzájem je odlišující) vlastnosti, přičemž se současně hledala i vhodná kritéria pro jejich systemizaci. Následně pak byly zvažovány možnosti, jak by bylo možno co nejjednodušším způsobem položit základy jejich celosvětově jednotné teoreticko-právní klasifikace.

DISKUSE A VÝSLEDKY

Provedená analýza byla konkrétně zaměřena na zkoumání způsobů konstrukce jednotlivých druhů akcií a obligací, jakož i na hledání nejvýznamnějších a pro jejich jednotlivé druhy nejtypičtějších vlastností. Vzhledem k tomu bylo záměrně abstrahováno od těch parametrů, které s jedinečnými vlastnostmi akcií a obligací buď nesouvisejí, nebo se týkají všech cenných papírů obecně.[2] A protože cílem nebylo analyzovat pouze akcie a obligace vyskytující se nejčastěji v praxi, nýbrž i takové, které se na finančních trzích objevují pouze výjimečně, byl tento výzkum proveden z celosvětového pohledu, bez zřetele na legislativní podmínky jednotlivých států.

ANALÝZA PODNIKOVÝCH AKCIÍ A JEJICH SYSTEMIZACE

Význam podnikových, neboli tzv. korporačních[3] akcií spočívá ve dvou základních aspektech. V první řadě v tom, že jejich emitováním a následným prodejem na primárním trhu mohou prosperující akciové společnosti získávat další potřebný kapitál, jakož i tím, že ve srovnání s dluhopisy vykazují podstatně vyšší volatilitu (kolísání) svých kurzů, což dává investorům značné spekulační možnosti a přitahuje jejich zájem.

Zkoumáním akcií vyskytujících se na soudobém finančním trhu můžeme ovšem dospět ke zjištění, že na světě existuje mnoho jejich druhů, které se z hlediska svých vlastností a práv s nimi spojených navzájem mnohdy značně odlišují. Přesto však lze vypozorovat, že prakticky ve všech ekonomicky vyspělých zemích bývají rozlišovány akcie kmenové (obyčejné) a akcie prioritní (preferenční), vedle nichž potom mohou existovat ještě i některé jejich zvláštní druhy, resp. cenné papíry akcie dočasně nahrazující. Přes skutečnost, že tento způsob členění je spíše právního charakteru, je nutno připustit, že vychází z teoreticky prokázané podstaty jejich

[1] Jedná se konkrétně o „indexové certifikáty,“ „indexové akcie“ a „akciové dluhopisy.“
[2] Z uvedených důvodů nebyl např. zkoumán druh emitenta, převoditelnost, resp. obchodovatelnost aj.
[3] Nejsou zde uvažovány „akcie investičních fondů,“ které nelze považovat za „klasické cenné papíry,“ nýbrž za cenné papíry kolektivního investování, ani „indexové akcie“ patřící do skupiny tzv. strukturovaných produktů.

existence a z funkcí, které na finančním trhu zabezpečují. Proto, i když se nejedná o jejich jediné možné rozdělení, lze tento způsob dělby použít jako základní způsob jejich systémového členění.

Vlastní akciová analýza proběhla ve dvou krocích. Nejprve byly analyzovány základní charakteristické vlastnosti kmenových a prioritních akcií (resp. standardní práva s nimi spojená), čímž byly vytvořeny jejich tzv. „standardní typy." Ty byly potom porovnávány s různými druhy v praxi se vyskytujících akcií, čímž byly postupně rozpoznávány jejich další „jedinečné vlastnosti," které byly následně využity při prováděné systemizaci.

A/ KMENOVÉ (BĚŽNÉ) AKCIE

S vlastnictvím kmenových akcií[4] bývají všeobecně spojována tři základní práva akcionářů:

- Právo účastnit se valných hromad akciové společnosti, předkládat na nich návrhy a při hlasování moci uplatnit počet hlasů úměrný počtu držených akcií.
- Právo na odpovídající podíl ze zisku vytvořeného akciovou společností (právo na dividendy).
- Právo na odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti.

Přitom všeobecně platí, že existence těchto práv, stejně jako životnost akcií, s nimiž jsou spojena, jsou časově neohraničené, pokud nebudeme uvažovat případné akvizice, resp. možnosti snižování základního kapitálu akciové společnosti nebo její případný úpadek.

Kmenovými akciemi bývají označovány zpravidla ty druhy akcií, jež svým majitelům zaručují pouze tzv. „normální" členská práva, neboli pouze již uvedená práva „standardní." Jejich vlastnictvím se však investoři zároveň plně vystavují i všem rizikům, jež jsou s akciemi všeobecně spojena. Ta spočívají v tom, že zisky podniků jsou obecně nejisté a tudíž mohou poklesnout, nebo se může dokonce stát, že podnik zbankrotuje. V tomto případě pak musí být z dostupných aktiv nejprve zaplaceny dluhy společnosti (včetně vydaných obligací), dále, pokud ještě nějaké peněžní prostředky zůstanou, mají zpravidla na svůj podíl nárok držitelé prioritních akcií, a teprve případný zbytek se v odpovídajícím poměru rozdělí mezi vlastníky akcií kmenových. Proto také mají jejich držitelé právo hlasovat o všech záležitostech týkajících se řízení akciové společnosti, a to jak co do personálního složení jejího managementu, tak o schvalování jeho zásadních strategických návrhů a rozhodnutí. A aby mohli svůj poměrný podíl na vlastnictví společnosti udržet, disponují také předkupním právem, a to jak při jakýchkoli nových emisích akcií, tak i obligací vyměnitelných v budoucnu za akcie.

Na světovém kapitálovém trhu vzhledem k nejednotné legislativě v jednotlivých zemích ovšem existují různé druhy kmenových akcií, jež se svými vlastnostmi mnohdy dost podstatně vzájemně odlišují. Přitom se může jednat jak o odlišnosti v jejich standardních vlastnostech, tak o různé kombinace vlastností jiných, zakotvených v jejich emisních podmínkách. Vždy se však musí jednat pouze o vlastnosti (práva), jež odpovídají právním předpisům země, ve které je příslušná akciová společnost registrována.

1) Členění kmenových akcií z hlediska s nimi spojených hlasovacích práv

Přestože hlasovací právo je všeobecně spojováno především s kmenovými akciemi, nemusí tato obecná zásada vždy plně platit. Pokud budeme vycházet z akcií vyskytujících se na světovém kapitálovém trhu, zjistíme, že hlasovací práva kmenových akcií mohou být nejen

[4] Jejich nejčastěji používané anglické, či americké označení je *„ordinary shares",* resp. *common stock"*.

„standardní," nýbrž v některých případech i zesílená, resp. potlačená. Z tohoto pohledu lze jako příklady uvést zejména tyto jejich druhy:

- ***Kmenové akcie se standardními hlasovacími právy*** – Jedná se o tzv. „standardní" kmenové akcie, s nimiž spojené hlasovací právo souvisí s velikostí jejich nominální hodnoty resp. s jejím podílem na základním kapitálu příslušné akciové společnosti.
- ***Kmenové akcie třídy „A" a třídy „B"*** – Důvod emitování akcií třídy „B" souvisí většinou se snahou původních zakladatelů akciových společností posílit dodatečně jejich kapitál za pomoci externích investorů, avšak při udržení stávajícího poměru hlasovacích práv. Jedná se o akcie vykazující všechny vlastnosti akcií kmenových až na to, že akcie (označované v daném případě jako ***kmenové akcie třídy „A"***) poskytují svým držitelům větší hlasovací práva než akcie třídy „B"[5]. Z toho vyplývá, že akcie třídy „B", i když nesou stejnou dividendu jako akcie třídy „A", jsou ve srovnání s nimi levnější, čímž dosahují vyšší výnosnosti; to bývá atraktivní např. pro instituce kolektivního investování nebo pro penzijní fondy, jejichž zájmem zpravidla nebývá účast na řízení, nýbrž co nejvyšší výnosnost a možnost diverzifikace jejich portfolií.

2) Členění kmenových akcií z hlediska práv jejich majitelů na dividendu

Přestože právo na dividendu z dosaženého zisku je jedním ze základních práv držitelů kmenových akcií, mohou i zde v některých zemích existovat určité odchylky:

- ***Kmenové akcie se standardní výplatou dividend*** – Jedná se o „standardní" akcie, u nichž se dividenda vyplácí v návaznosti na dosaženém zisku akciové společnosti a v souladu s rozhodnutím její valné hromady.
- ***Kmenové akcie s oddálenou výplatou dividend*** – Jediný rozdíl tohoto druhu akcií proti druhu předchozímu spočívá v tom, že nárok na výplatu dividend vzniká až za předem stanovený počet let od jejich vydání. Z toho plyne, že v okamžiku jejich uvádění na primární trh jsou lacinější, avšak s přibližujícím se termínem výplat dividend se jejich tržní ceny postupně zvyšují. Z toho vyplývá, že v prvních letech po jejich uvedení na trh svým držitelům nahrazují dočasný nulový běžný výnos vyšším růstem své tržní ceny.

3) Členění kmenových akcií z hlediska způsobů jejich vazby na základní kapitál společnosti

Všeobecně sice platí, že akcie vyjadřují podíl akcionářů na základním (kmenovém) kapitálu akciové společnosti, který vyplývá z velikosti jejich nominálních hodnot. Nicméně, na světě existují i takové druhy akcií, které žádnou nominální hodnotu nemají:

- ***Kmenové akcie s nominální hodnotou*** – Jde o tzv. „standardní" akcie, s nimiž je spojena určitá nominální hodnota vyjadřující podíl na základním (kmenovém) kapitálu akciové společnosti.
- ***Kmenové akcie bez nominální hodnoty*** – Jedná se o druh akcií,[6] které jsou emitovány bez toho, aby jim byla oficiálně přidělena určitá nominální hodnota, takže znějí tzv. „na kus". Důvodem jejich emitování je omezit právní závazky akciové společnosti při její případné

[5] Jedná se o akcie emitované zejména v USA, kde jsou označovány jako „*class „A" and class „B" common stocks"*. Např. každá akcie třídy A může mít 1 hlas, zatímco akcie třídy „B" pouze 1/3 hlasu, nebo může být vůbec bez hlasovacího práva. Je tomu tak proto, že přesná pravidla pro vydávání akcií třídy „B" v USA neexistují, takže rozdělení hlasovacích práv je plně v kompetenci jednotlivých firem. (V takovýchto případech ovšem rovněž záleží na tom, jak, a zda vůbec, zákony jednotlivých zemí jež uvedené druhy akcií připouštějí, rozlišují akcie kmenové a akcie prioritní).

[6] Jsou rozšířeny např. v USA, kde jsou označovány jako „*no-par value stocks*".

likvidaci, slučování, výkupu akcií managementem apod., a to zejména v případech, kdy by tržní cena těchto akcií byla nižší než hodnota nominální. Tyto akcie bývají nejčastěji emitovány v zemích, kde se základní kapitál společností nezapisuje do jednotné, státem určené evidence, ale je evidován v rámci účetní evidence společnosti, která je povinně zveřejňována v souladu s existujícími legislativními pravidly. Jedná se ovšem o akcie, které nejsou v řadě zemí povoleny.

B/ PRIORITNÍ (PREFERENČNÍ) AKCIE

Prioritní akcie[7] jsou akciemi, které vzájemně kombinují standardní vlastnosti kmenových akcií s některými vlastnostmi obligací. To souvisí s tím, že význam jejich emitování spočívá ve zvyšování kapitálu akciových společností, aniž by se měnil stávající poměr hlasovacích práv a aniž by se takto získaný kapitál musel v budoucnu vracet. Proto se většinou jedná o akcie bez hlasovacích práv, které však svým držitelům poskytují některé jiné výhody. Těmi bývají především předem určené dividendy, stanovené buď pevně procenticky z nominální hodnoty akcie, nebo v návaznosti na vývoji stanovené tržní referenční úrokové sazby, na něž vzniká nárok bez ohledu na výši zisku dosahovaného akciovou společností, jakož i bez ohledu na to, kolik připadne držitelům kmenových akcií. Další výhodou s nimi spojenou pak bývá přednostní právo na podíl na likvidačním zůstatku při vypořádávání závazků akciové společnosti při její případné likvidaci.

Vzhledem k tomu, že emitováním prioritních akcií zvyšuje akciová společnost (stejně jako v případě emitování akcií kmenových) nejen svůj vlastní, ale zároveň i základní kapitál, může následně vydávat i více dluhopisů. A navíc, na rozdíl od obligací nemusejí být sjednané dividendy v případě finančních potíží firmy vždy včas vypláceny, a to bez přímých finančních postihů. V těchto případech však držitelé prioritních akcií zpravidla dočasně získají plná hlasovací práva, která jim náleží buď do doby, kdy valná hromada rozhodne o vyplacení jim příslušejících prioritních dividend, nebo až do jejich skutečného vyplacení.

Pokud se týká právní stránky emitování prioritních akcií, musí být všechny jejich emise vždy v souladu jak se zákony příslušných zemí, tak se stanovami je emitujících akciových společností. Přitom platí všeobecná zásada, že podíl prioritních akcií nesmí překročit legislativně stanovený maximální procentní podíl na základním kapitálu akciových společností. Na druhé straně však bývá povoleno, že emitovat lze i více jejich různých emisí.

Co se týče možných způsobů systemizace prioritních akcií, existuje jich, vzhledem k rozsáhlé varietě práv s nimi spojovaných, celá řada. V daném případě byly zvoleny následující způsoby jejich členění:

1) Členění prioritních akcií podle konstrukce s nimi spojených dividend, resp. dalších majetkových práv jejich držitelů

Prioritní akcie se zpravidla vyznačují předem stanovenými dividendami, na něž mají jejich držitelé právo bez ohledu na okamžitou hospodářskou situaci podniku. Mohou být ovšem různě konstruovány:

- ***Prioritní akcie s fixní dividendovou sazbou*** – Jedná se o prioritní akcie se standardním způsobem stanovení s nimi spojených dividend, a to procentem z jejich nominální hodnoty.
- ***Prioritní akcie s variabilní dividendovou sazbou*** – Tato verze prioritních akcií[8] se vyznačuje plovoucí dividendovou sazbou, odvozovanou od některé klíčové tržní referenční úrokové sazby, což z nich vytváří substitut za krátkodobé dlužní cenné papíry. Vzhledem ke

[7] Mezinárodně bývají nejčastěji označovány jako *„preference shares,“ resp. „preferred shares“*.
[8] Uvedené akcie *„variable-rate preferred stocks“* jsou emitovány především v USA.

skutečnosti, že „úročení“ dividend lze měnit i vícekrát za rok, jsou tržní ceny těchto akcií volatilnější než kurzy standardních, variabilně úročených obligací, oproti nimž většinou vykazují poněkud nižší výnosnost.

- ***Podílnické (účastnické) prioritní akcie*** – Tyto akcie poskytují svým držitelům vedle prioritních dividend navíc ještě další možnosti participace na zisku akciové společnosti (dodatečné dividendy), což ovšem bývá možné až po vyplacení dividend připadajících na akcie kmenové. Mohou také jejich držitelům přiznávat nárok na určitý procentní podíl z přebytku aktiv v případě likvidace společnosti. Nebo případně, pokud po určitý počet let nebyly jejich držitelům vypláceny dividendy, mohou být dokonce vyměnitelné za akcie kmenové.
- ***Kumulativní prioritní akcie*** – Jedná se o akcie, které přiznávají jejich držitelům právo na dodatečnou výplatu zadržených dividend, a to ještě před započetím vyplácení dividend z kmenových akcií. Protože se jedná o právo, které je u prioritních akcií většinou považováno za jejich standardní vlastnost, je možno tento druh prioritních akcií považovat za zcela běžný.

2) Členění prioritních akcií z hlediska zvláštních práv jejich držitelů nebo emitenta

S prioritními akciemi může být spojena i celá řada dalších práv, z nichž některá mohou být výhodná pro emitenta, jiná pro jejich držitele.

- ***Prioritní akcie se zvláštními právy jejich držitelů*** – Může se jednat o celou řadu různých druhů prioritních akcií, z nichž je možno uvést např.:
  - ***Konvertibilní prioritní akcie*** – Jedná se o prioritní akcie, jejichž držitelé disponují právem jejich výměny (ve smyslu emisních podmínek) za akcie kmenové.
  - ***Prioritní akcie opravňující k zasedání ve správní radě společnosti*** – Akcie poskytující tento druh práva se ovšem vyskytují spíše výjimečně.
- ***Prioritní akcie se zvláštními právy jejich emitentů*** – Přestože jsou prioritní akcie většinou spojovány se zvláštními právy jejich držitelů, mohou obsahovat i některá práva emitentů:
  - ***Vypověditelné (umořitelné) prioritní akcie*** – Jedná se o prioritní akcie, v jejichž emisních podmínkách si emitent vyhradil právo, že je může (pokud se jejich existence stane pro akciovou společnost nevýhodnou)[9] vypovědět a při splnění stanovených podmínek odkoupit od emitentů a stáhnout z oběhu. Přitom lze konstatovat, že tento druh práva emitenta bývá v případě prioritních akcií považován za zcela běžný.
  - ***Prioritní akcie vyměnitelné za obligace*** – Tyto akcie opravňují emitenta k tomu, aby je při splnění emisních podmínek vyměnil (pokud to bude pro něj výhodné) za předem určené obligace.[10]

3) Členění prioritních akcií z hlediska jejich dalších specifických vlastností

- ***Preferované prioritní akcie*** – Jedná se o takové emise prioritních akcií, které jsou sice v kapitálové struktuře společnosti nadřazeny ostatním prioritním akciím, avšak až za akciemi kmenovými.
- ***Prioritní akcie s omezeným trváním*** – U těchto výjimečně emitovaných prioritních akcií je stanoven termín, kdy je akciová společnost povinna je vyplatit.

[9] Např. v případě poklesu úrokových sazeb je může akciová společnost nahradit pro ni výhodnějšími obligacemi.
[10] Jedná se o druh prioritních akcií, které jsou emitovány poměrně často zejména v USA.

C/ DALŠÍ DRUHY AKCIÍ, RESP. CENNÝCH PAPÍRŮ AKCIE DOČASNĚ NAHRAZUJÍCÍCH

Mimo uvedené druhy kmenových a prioritních akcií bývají v různých státech emitovány ještě některé další možné druhy akcií, resp. cenných papírů akciového typu. Jsou jimi např.:

- ***Zaměstnanecké akcie*** – Jde o akcie, jež jsou prodávány pouze vlastním zaměstnancům akciových společností, a to za výhodnějších podmínek než standardní akcie kmenové, přičemž jejich ostatní vlastnosti bývají většinou s kmenovými akciemi totožné. Proto také nesmějí být převáděny na jiné osoby než pouze na jiné zaměstnance téže akciové společnosti. Zpravidla je u nich praktikována zásada, že při odchodu z firmy mají jejich majitelé povinnost odprodat je zpět akciové společnosti. V případě odchodu do důchodu si je sice mohou ponechat, avšak v případě smrti jsou jejich dědicové povinni nabídnout je příslušné akciové společnosti k odkupu. Záleží ovšem na legislativě jednotlivých států, zda jejich legislativa existenci zaměstnaneckých akcií povolí.[11] Pokud ano, bývá jejich maximální podíl na základním kapitálu akciových společností omezen.
- ***Zatímní listy*** – Jedná se o cenné papíry dočasně nahrazující akcie, které obdrží po zápisu společnosti do státem stanovené evidence ti upisovatelé, kteří doposud nesplatili celý emisní kurz upsaných akcií.[12]
- ***Poukázky na akcie*** – Jsou to cenné papíry nahrazující akcie, které může akciová společnost vydat upisovatelům v případě navyšování základního kapitálu tehdy, pokud již zcela splatili emisní kurz předmětných akcií, avšak doposud ještě nebyl proveden zápis o zvýšení základního kapitálu akciové společnosti do zákonem stanovené evidence.[13]

Jak ovšem z charakteristiky uvedených cenných papírů vyplývá, nejedná se z hlediska jejich vlastností o žádnou další samostatnou skupinu. Zaměstnanecké akcie, přestože jsou legislativně v mnoha zemích považovány za „zvláštní“ druh akcií, je možno z hlediska jejich nejvýznamnějších vlastností prakticky jednoznačně považovat za specifický druh akcií kmenových (resp. i prioritních), a pokud se týká zatímních listů a poukázek na akcie, jedná se o cenné papíry akcie jen dočasně nahrazující.

ANALÝZA DLOUHODOBÝCH DLUHOPISŮ A JEJICH SYSTEMIZACE

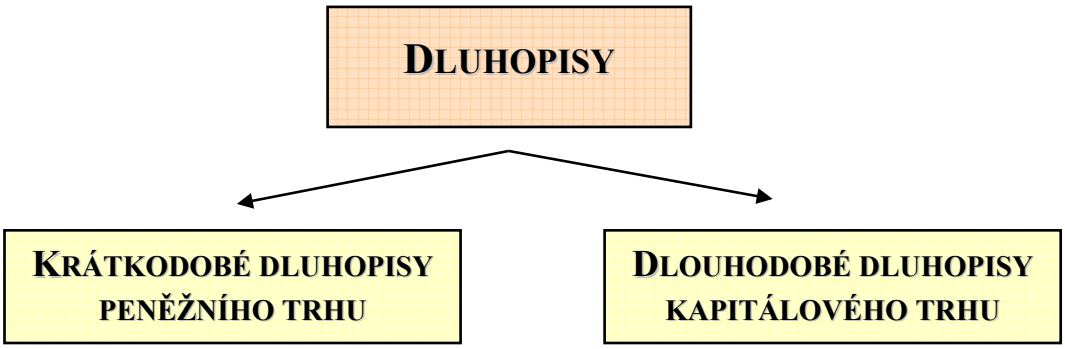
Co se týče obsahové náplně termínu „dluhopisy“ ve smyslu finanční terminologie je pod tímto označením možno rozumět jak krátkodobé dluhopisy peněžního trhu, tak i dlouhodobé dluhopisy trhu kapitálového. Z toho vyplývá, že pokud měla být provedena analýza dluhopisů světového kapitálového trhu, bylo nejprve nutno dlouhodobé a krátkodobé dluhopisy systémově oddělit.

A/ VYMEZENÍ „KLASICKÝCH“[14] DLUHOPISŮ KAPITÁLOVÉHO TRHU

Pokud budeme považovat, a to v souladu se standardy finanční teorie, za základní kritérium dělby dluhopisů hledisko délky jejich splatnosti, můžeme je rozdělit na krátkodobé dluhopisy

[11] V České republice nejsou zaměstnanecké akcie legislativně povoleny.
[12] Jedná se o případ uplatňovaný konkrétně v České republice.
[13] Jedná se rovněž o cenný papír používaný v České republice.
[14] Že se jedná o „klasické“ dluhopisy, je zdůrazněno z toho důvodu, aby nedošlo k jejich záměně např. s „akciovými dluhopisy,“ resp. „indexovými certifikáty,“ které patří do skupiny tzv. „strukturovaných produktů.“

peněžního trhu s délkou splatnosti zpravidla do jednoho roku[15] a dlouhodobé dluhopisy trhu kapitálového s délkou splatnosti delší než jeden rok, které jsou všeobecně označovány jako obligace – viz obrázek (Obr.1).



1: Členění „klasických" dluhopisů z hlediska délky jejich splatnosti

Zaměříme-li se v dalších úvahách již pouze na obligace, zjistíme, že i těch existuje na světovém kapitálovém trhu mnoho druhů a že vykazují celou řadu rozličných, i když mnohdy vzájemně souvisejících vlastností. Z toho vyplývá, že i jejich analýza byla poměrně složitá a pokud se týká jejich systemizace, bylo ji nutno vypracovat v několika variantách.

B/ ANALÝZA VLASTNOSTÍ JEDNOTLIVÝCH DRUHŮ OBLIGACÍ A JEJICH SYSTEMIZACE

Vlastností, které mohou být s obligacemi spojeny, existuje celá řada. Vyplývají jednak z funkce, kterou dlouhodobé dlužní investiční instrumenty obecně naplňují, jednak z legislativy jednotlivých zemí.

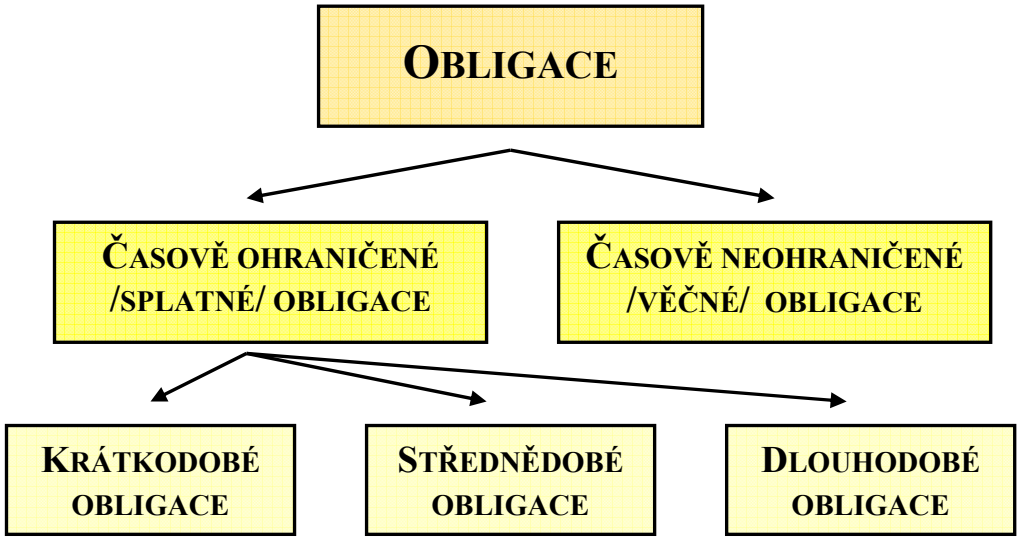
V případě prováděné analýzy byla za nejvýznamnější kritéria členění obligací považována tato:

1) Členění obligací z hlediska časové ohraničenosti jejich životnosti, resp. z hlediska délky jejich splatnosti

Časovou ohraničenost (případně neohraničenost) obligací, resp. délku jejich splatnosti lze považovat za jedno z nejvýznamnějších kritérií systemizace obligací vůbec. V první řadě je tomu tak proto, že přestože bývá většinou existence přesně stanoveného okamžiku jejich splatnosti všeobecně považována za „neodmyslitelnou" vlastnost dluhopisů, nemusí tomu tak být ve skutečnosti vždy. V některých zemích totiž mohou existovat i takové druhy obligací, které ve svých emisních podmínkách žádný přesně určený termín své splatnosti nemají.[16]

Pokud se jedná o členění obligací z tohoto hlediska, bylo je nutno tedy nejprve rozdělit na obligace se stanoveným termínem splatnosti (tzv. časově ohraničené obligace) a obligace z hlediska délky životnosti časově neohraničené, přičemž časově ohraničené obligace byly ještě dále podrobněji děleny na obligace krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé – viz obrázek (Obr. 2):

[15] Jedná se zejména o státní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, resp. částečně i o směnky.
[16] Nejedná se obligace emitované v České republice.



2: Členění obligací z hlediska časové ohraničenosti jejich životnosti, resp. délky jejich splatnosti

- ***Časově neohraničené (věčné) obligace*** – Jde o obligace emitované bez toho, že by byl v jejich emisních podmínkách stanoven termín jejich splatnosti. Jedná se o tzv. „věčné" obligace,[17] nesoucí zpravidla fixní kuponové platby, přičemž je potřeba zdůraznit, že se v investiční praxi vyskytují pouze výjimečně.[18]
- ***Obligace se stanoveným termínem splatnosti*** – Do této skupiny lze zařadit převážnou většinu obligací existujících na světovém kapitálovém trhu. Vzhledem k existenci termínů splatnosti určujících délku jejich životnosti je lze ještě dále podrobněji členit, přičemž kritéria tohoto členění mohou být v různých zemích různá. Nejčastěji bývají rozlišovány:
  - ***Obligace krátkodobé*** – Jsou to obligace emitované na období od jednoho roku do maximálně pěti let.[19]
  - ***Obligace střednědobé*** – Zpravidla se jedná o obligace, jejichž délka splatnosti se pohybuje v rozmezí cca od pěti do deseti let.
  - ***Obligace dlouhodobé*** – Délka splatnosti, podle níž se ve většině zemí obligace považují za dlouhodobé, nebývá sice přesně stanovena, ale je možno usuzovat, že jsou za ně většinou považovány ty, jež jsou emitovány s délkou splatnosti přesahující dobu 10 let.[20] Pokud se týká horní hranice jejich životnosti, většinou nebývají emitovány s dobou splatnosti delší než 30 let, i když opět záleží na zákonech jednotlivých států, zda maximální délku splatnosti obligací vůbec stanoví, a pokud ano, tak jak.

[17] Mezinárodně jsou zpravidla označovány jako *„perpetual bonds", resp. „annuity bonds"*.
[18] Záleží především na legislativě jednotlivých zemí, zda existenci takovýchto obligací připustí. Přitom, přestože nemají termín splatnosti stanoven, bývá v jejich emisních podmínkách často zakotveno právo emitenta je za stanovených podmínek vyplatit a následně stáhnout z oběhu.
[19] Krátkodobou obligaci nelze ovšem považovat za krátkodobý cenný papír (dluhopis) peněžního trhu.
[20] V různých státech světa existují při označování délky obligací určité rozdíly.

2) Členění obligací z hlediska formy a podmínek výplaty výnosů spojených s jejich držbou

Jedná se o druhé, rovněž velmi významné kritérium systemizace obligací, podle něhož je lze členit takto:

- ***Kuponové obligace*** – Jedná se o obligace s kupony, které jejich držitelé odstřihují[21] a v předem stanovených termínech předkládají k proplacení, přičemž v okamžiku splatnosti obligace je jim emitentem vyplacena jistina (nominální hodnota obligace). Jedná se o nejčastěji emitovaný druh obligací, zvláště pak pokud jde o obligace střednědobé a dlouhodobé. Nicméně i kuponové obligace lze ještě dále podrobněji členit, a to podle toho, o jaký druh kuponových plateb se jedná. Přitom rozlišujeme:
  - ***Kuponové obligace s fixní úrokovou sazbou*** – Jedná se o obligace, jež jsou po celou dobu své životnosti úročeny stejnou, v emisních podmínkách pevně stanovenou fixní úrokovou sazbou, která se po celou dobu životnosti obligace nemění.
  - ***Kuponové obligace s variabilní úrokovou sazbou*** – Jde o obligace, u nichž je výše kuponových plateb vázána na některou předem určenou, tzv. referenční tržní úrokovou sazbu, jejíž aktuální výši, existující v příslušném období, se kuponové platby pravidelně přizpůsobují. Nejčastěji se jedná o některou mezibankovní úrokovou sazbu zvýšenou zpravidla o určitou prémii, jejíž velikost odpovídá bonitě konkrétního emitenta. Nebo může být výše jejich úročení též odvozena i z pohybu devizových kurzů, indexů či cen komodit.
  - ***Obligace s průběžnými úpravami kuponových úrokových sazeb*** – Jedná se o obligace, jejichž emisní podmínky zavazují emitenty k tomu, aby po celou dobu jejich životnosti upravovali výši kuponových úrokových sazeb tak, aby byly na veřejném sekundárním trhu[22] obchodovány za předem určené tržní ceny (kurzy). To znamená, že výše aktuální kuponové úrokové sazby musí zohledňovat nejen kolísání tržních úrokových měr, ale i případné změny bonity příslušného emitenta.
  - ***Obligace s rostoucí kuponovou úrokovou sazbou*** – Jedná se o druh obligací, u nichž je zaručeno postupné zvyšování kuponových úrokových sazeb.
  - ***Obligace s proměnlivým úročením s určenou maximální úrokovou sazbou*** – Jedná se o obligace s variabilním úročením, jehož výše je předem omezena maximální, tzv. *„cap sazbou.“*
  - ***Obligace s proměnlivým úročením se zaručenou minimální úrokovou sazbou*** – Jedná se o obligace s variabilním úročením, jehož minimální výše je garantována ve výši tzv. *„floor sazby.“*
  - ***Obligace s proměnlivým úročením v předem stanoveném rozmezí*** – Jsou to rovněž obligace s variabilním úročením, jehož výše se může pohybovat pouze v předem stanoveném rozmezí určeném minimální, tzv. *„floor sazbou“* a maximální, tzv. *„cap sazbou“*.
  - ***Obligace se slosovatelnou prémií*** – Jde o druh obligací, jejichž výnos je nahrazen tzv. „prémií“, jejíž výše závisí na výsledcích losování, jehož podmínky jsou předem určeny v emisních podmínkách.
  - ***Obligace s nárokem na podíl na zisku*** – Tyto obligace, které bývají ve srovnání se standardními obligacemi s fixní úrokovou sazbou zpravidla méně úročeny, poskytují svým majitelům místo vyššího úročení právo získat vedle výplaty kuponů i určitý podíl

[21] Pokud se ovšem jedná o obligace emitované v listinné formě.
[22] Zpravidla na v emisních podmínkách předem určené burze cenných papírů.

na zisku emitující společnosti, přičemž podrobné podmínky tohoto nároku musí být předem definovány v emisních podmínkách.

- ***Hybridní obligace*** – Jde o kuponové obligace spojující konstrukce pevných a pohyblivých úrokových sazeb, které se mohou podle předem stanovených emisních podmínek vzájemně měnit.[23]
- ***Indexované obligace*** – Tento druh obligací mohou investoři využít v případech, pokud se chtějí zajistit proti inflaci. Emitenti se v jejich emisních podmínkách totiž zavazují zvyšovat jejich nominální hodnotu podle míry inflace, čímž se zároveň zvyšuje i jejich úročení. Uvedená „indexace" může být ovšem odvozována různými způsoby, jako např. v závislosti na pohybu některé tržní úrokové míry, cenové hladiny nebo dokonce na vývoji kurzu určité komodity (např. zlata, ropy,...) apod.
- ***Obligace s vynechávanými kupony*** – Jedná se o druh obligací, z nichž jejich držitelům neplynou kuponové platby v případech, pokud emitující společnost zároveň nevyplácí dividendy.
- ***Obligace s volbou formy placení kuponů*** – Tento druh obligací poskytuje jejím emitentům právo volit formu výplat úrokových kuponů, které mohou vyplácet buď v hotovosti, nebo jinými obligacemi, jejichž nominální hodnoty se rovnají dlužným částkám kuponových plateb, jež nahrazují. Tento druh obligací ovšem není v řadě zemí povolen a pokud jejich existenci legislativa připouští, bývá zpravidla omezeno období, po které mohou emitenti výplaty kuponů takto nahrazovat. Nejčastěji to bývá povoleno maximálně na dobu maximálně deseti let.

- ***Bezkuponové (diskontované) obligace*** – Jsou to obligace[24] emitované s tzv. diskontem, neboli za nižší cenu, než je jejich nominální hodnota, kterou jsou emitenti povinni vyplatit jejich držitelům v okamžiku jejich dospělosti (splatnosti). Tento cenový rozdíl, označovaný jako diskont, nahrazuje u tohoto druhu obligací kuponové platby, přičemž s přibližováním okamžiku splatnosti se postupně snižuje. Bezkuponové obligace se většinou obchodují pouze na OTC–trzích a bývají většinou pouze krátkodobé. Mimo uvedený základní typ existují ovšem i některé jejich speciální konstrukce:
  - ***Svlečené (holé, odstřihnuté) obligace*** – Jedná se o bezkuponové obligace, které vznikají rozdělením původních kuponových obligací nazývaných někdy „obligacemi s pruhem kuponů"[25] na dvě oddělené části, a to na část úrokovou a část reprezentující jistinu, přičemž obě tyto dílčí části bývají většinou prodávány odděleně již při svém uvádění na primární trh, a to s poměrně vysokým diskontem. Úroková část má charakter anuitního dluhopisu (lze jej většinou ještě dále dělit až na jednotlivé, samostatně obchodovatelné kupony), zatímco část zastupující jistinu mající charakter bezkuponového dluhopisu je nazývána „svlečenou obligací".
- ***Obligace s vlastnostmi jak obligací kuponových, tak diskontovaných*** – Jedná se o některé speciální konstrukce obligací, mezi něž je možno zařadit např.:
  - ***Obligace s odloženými kuponovými úrokovými platbami*** – V podstatě se jedná o druh diskontovaných obligací, které jsou při uvádění na primární trh prodávány za nižší než nominální hodnotu, avšak, v souladu s emisními podmínkami, nepřinášejí zpočátku žádné úrokové kuponové platby. Ty se začnou vyplácet až po uplynutí stanoveného období, takže se vlastně začne jednat o klasickou formu obligací s fixní úrokovou sazbou.

[23] Jejich konstrukce mohou ovšem zahrnovat i řadu jiných prvků, jako např. možné prémie, podíl na zisku apod.
[24] Mezinárodně jsou zpravidla označovány jako *„zero-coupon bonds"*.
[25] Jedná se o tzv. *„strip bonds"*.

3) Členění obligací podle způsobů umořování jejich jistin

Podle tohoto kritéria lze rozlišovat tři základní druhy obligací:

- ***Obligace s jednorázovým vyplacením jistiny*** – Jsou to obligace s pevně stanoveným termínem splatnosti. Zahrnout je sem možno jak obligace kuponové, u nichž je zároveň s posledním kuponem vyplacena i jistina, jakož i časově ohraničené obligace diskontované.
- ***Obligace s neumořitelnou jistinou*** – Jedná se prakticky pouze o již uvedené druhy tzv. „věčných" obligací s neohraničenou dobou splatnosti.
- ***Obligace s postupným umořováním jistiny*** – I když se vyskytují zřídka, přesto existují i konstrukce obligací s postupným umořováním jejich jistin. Jako příklad lze uvést:
  - ***Pořadové periodické obligace*** – Jedná se prakticky o všechny obligace s postupným umořováním, které mají ve svých emisních podmínkách stanoven přesný umořovací plán.

4) Členění obligací z hlediska zajištěnosti či nezajištěnosti finančních nároků jejich držitelů

Jedná se o kritérium, jenž souvisí s velikosti rizika případného nedodržení závazků ze strany emitenta. Podle tohoto kritéria rozlišujeme:

- ***Nezajištěné obligace*** – Za finanční nároky investorů plynoucí z těchto obligací ručí sice emitent, avšak nejsou zaručeny ani zástavou jeho aktiv, ani žádnými zvláštními právy investorů vyplývajícími z emisních podmínek. Přesto se jedná o většinu standardních typů obligací.
- ***Zajištěné obligace*** – Jedná se o obligace, v jejichž emisních podmínkách jsou zapracovány různé zajišťovací mechanismy, chránící jejich držitele před případným neplněním závazků ze strany jejich emitentů. Za tento druh obligací je možno považovat zejména:
  - ***Prioritní obligace*** – Držitelé těchto obligací mají přednostní právo na majetkový podíl při případné likvidaci dlužníka,[26] přičemž jsou zvýhodněni jak proti držitelům ostatních obligací, tak i ve vztahu k akcionářům. Jedná se totiž o obligace, které mívají v emisních podmínkách ustanovení, že v případě ohrožení jejich splacení mohou jejich držitelé požadovat po akcionářích navýšení majetku společnosti.
  - ***Obligace s přednostním právem zástavním*** – Jedná se o obligace, jejichž vyplacení má přednost před všemi ostatními obligacemi vydanými příslušnou akciovou společností.
  - ***Hypoteční obligace***[27] – Tyto obligace bývají zajištěny zástavou předem přesně vymezených aktiv, z nichž by, v případě selhání emitenta, byli držitelé těchto obligací přednostně vyplaceni.
  - ***Hypoteční obligace s přednostním právem na veškerý majetek emitenta*** – Při držbě tohoto druhu obligací mají jejich vlastníci přednostní právo na veškerý majetek společnosti, která je vydala.
  - ***Obligace umořované ze zvláštního fondu*** – Jedná se o obligace zajištěné zvláštním, tzv. umořovacím fondem, sloužícím k akumulaci předem specifikovaných hotovostních částek potřebných k jejich umoření.
  - ***Zaručené obligace*** – Uvedený druh obligací je charakteristický tím, že buď jistina, nebo kuponové platby, anebo obojí jsou v případě nedobytnosti u emitenta zaručeny buď jeho mateřskou společností, nebo zcela jiným ekonomickým subjektem.

[26] V České republice jsou však jako „prioritní" označovány obligace s přednostním právem při upisování akcií.
[27] V České republice jsou obdobou tohoto typu obligací „hypoteční zástavní listy."

5) Členění obligací z hlediska existence zvláštních práv emitenta nebo jejich držitelů

V tomto případě se může jednat o celou řadu různých druhů obligací, které dávají buď emitentům, nebo naopak jejich držitelům určitá zvláštní práva. Ta však bývají zpravidla kompenzována jinými jejich parametry.

- ***Obligace se zvláštními právy jejich emitentů*** – Jedná se o obligace s některými zvláštními druhy práv emitentů zakotvenými v emisních podmínkách:
  - ***Vypověditelné (svolatelné) obligace*** – V emisních podmínkách těchto obligací má emitent zakotveno právo buď na odkoupení (splacení) celé jím vydané emise obligací za předem stanovenou cenu, nebo případně na jejich výměnu.[28] Vzhledem ke skutečnosti, že existence tohoto práva emitenta je pro investory značně nevýhodná, snižuje se tím i atraktivita těchto obligací, které je proto nutno výše úročit. U převážné většiny emisí bývá ovšem uvedené právo „svolatelnosti" částečně omezeno, a to např. tím, že emitent může právo na jejich odkup uplatnit pouze v předem přesně stanovených termínech, a to ještě zpravidla až po několika letech od okamžiku jejich vydání.
  - ***Příjmové (důchodové) obligace*** – Tyto obligace emitují společnosti většinou pouze v případě vážných finančních potíží. Úroky z nich plynoucí jsou totiž vypláceny pouze tehdy, pokud má firma dostatečné příjmy, přičemž nesplacené kupony představují dluh, který může být splacen až později. Výhodou emitentů je v daném případě především to, že včasné neplacení kuponových plateb nevede k bankrotu společnosti.
- ***Obligace se zvláštními právy jejich držitelů*** – Jedná se o některá zvláštní práva držitelů obligací, zakotvená v emisních podmínkách jejich jednotlivých emisí. Patří sem např.:
  - ***Obligace s právem jejich držitelů na odprodej emitentovi*** – V případě držby tohoto druhu obligací mají jejich majitelé právo je v určitých, emisními podmínkami předem stanovených případech, odprodat emitentovi za předem stanovenou cenu. Může se jednat např. o situace, kdy by emitent nesplnil včas některé předem konkrétně určené hospodářské cíle, což musí neprodleně oznámit majitelům obligací, kteří mají počínaje tímto okamžikem právo požadovat jejich odkoupení.
  - ***Konvertibilní (vyměnitelné) obligace[29]*** – Nejčastěji se jedná o fixně, i když poněkud méně úročené obligace, jež však svým držitelům poskytují právo jejich výměny za kmenové akcie emitenta (případně akcie jiné akciové společnosti), a to při splnění předem určených podmínek (ve stanovené konverzní době a za předem stanovenou cenu). Z toho vyplývá, že uplatněním tohoto práva se mohou stávající držitelé uvedených obligací stát akcionáři společnosti (pokud se nejedná o výměnu za jiné obligace, nebo tuto směnu nemusí realizovat a mohou dále pobírat kuponové platby a mít nárok na umořovací jistinu jako v případě držby standardních obligací. V některých případech se ovšem nemusí jednat o právo výměny za akcie, nýbrž za jiné, předem určené obligace.
  - ***Prioritní obligace*** – S tímto druhem obligací[30] bývá na rozdíl od předchozího typu zároveň spojeno jak právo na jejich splacení včetně výplaty příslušného výnosu z jejich držby, tak současně i právo na přednostní upisování akcií, k němuž se emitent předem zaváže.

---

[28] Opakem vypověditelných obligací jsou samozřejmě „obligace nevypověditelné", které nemohou být v průběhu své životnosti emitentem vypovězeny ani k výplatě, ani k výměně.

[29] Podle české legislativy se jedná o „vyměnitelné dluhopisy".

[30] Tento druh *„prioritních obligací"* existuje konkrétně v České republice. V jiných státech ovšem mohou být *„prioritní obligace"* spojeny s jinými právy (např. s přednostním právem na majetek emitenta v případě jeho vstupu do likvidace).

- ***Obligace s oddělitelnými opčními listy*** – Jedná se o obligace s „kupními opcemi“, které svým držitelům umožňují v předem určeném termínu (nebo období) získat stanovené počty určitých akcií (zpravidla se jedná o kmenové akcie emitenta) za předem stanovenou cenu. Potom záleží na emisních podmínkách, zda bude nákup předmětných akcií placen v hotovosti, resp. zda při něm bude využito odkupu původní obligace.
- ***Obligace s hlasovacím právem*** – Držitelům těchto obligací bývá umožněno hlasovat ve správním aparátu emitenta.
- ***Zaměstnanecké obligace*** – Jsou to obligace, které mohou akciové společnosti emitovat buď pouze pro své stávající zaměstnance, nebo ty z nich, kteří již odešli do důchodu. Jedná se zpravidla pouze o veřejně neobchodovatelné cenné papíry, poskytující svým držitelům výhodnější podmínky, než je v době jejich emise běžné. Jejich hlavním posláním je motivace jak zaměstnanců, tak případně i managementu společnosti.

6) Obligace s dalšími druhy specifických vlastností

Mimo výše uvedených obligací existuje samozřejmě ještě celá řada dalších zajímavých druhů: Z nich je možno uvést např.:

- ***Obligace s částečným úpisem*** – Jsou to obligace, které kupující splácí ve dvou nebo i několika dílčích splátkách. To znamená, že při nákupu na primárním trhu v době běžící emisní lhůty zaplatí jen část jejich emisního kurzu, přičemž zbývající část doplatí až později ve smyslu stanovených emisních podmínek.
- ***Obligace s opcemi*** – Jedná se buď o obligace s kupními opcemi s právem emitenta na jejich vyplacení za tržní cenu před okamžikem jejich splatnosti, nebo o obligace s prodejními opcemi s právem držitelů na odprodej jejich emitentům před okamžikem splatnosti za aktuální tržní cenu.
- ***Obligace osvobozené od daní*** – Bývají emitovány především vládami nebo jinými státními agenturami, případně městy nebo obcemi, pokud to ovšem zákony příslušné země připouštějí. Přitom se může jednat o osvobození úplné nebo částečné.

7) Členění obligací z hlediska způsobů jejich denominace a upisování na domácích a zahraničních trzích

Jedná se o význačné kritérium, jehož význam se dále postupně umocňuje s postupující liberalizací a internacionalizací světového finančního systému. Z uvedeného hlediska je možno obligace rozdělit do třech skupin:

- ***Domácí (tuzemské) obligace*** – Jedná se prakticky o všechny obligace emitované domácími emitenty na tuzemském finančním trhu v domácí měně.
- ***Zahraniční obligace***[31] – Jsou emitovány na tzv. „národních“ trzích zahraničními subjekty v místní měně. Je to značně rozšířený druh obligací, které podléhají standardním regulačním pravidlům, přičemž jsou samozřejmě nejčastěji emitovány v zemích s celosvětově uznávanými měnami, kde se pro ně vžily i některé tzv. „standardní“ názvy, jako např.:
  - ***„Yankee bonds“*** – zahraniční obligace emitované ve Spojených státech amerických.
  - ***„Samurai bonds“*** – zahraniční obligace emitované v Japonsku,
  - ***„Bulldog bonds“*** – zahraniční obligace emitované ve Velké Británii.
- ***Euroobligace***[32] - Jedná se o obligace denominované v jiné měně, než je domácí měna státu, na jehož trhu jsou vydávány (umísťovány),[33] nejčastěji v celosvětově uznávaných měnách[34].

[31] Mezinárodně jsou označovány jako „*foreign bonds*“.
[32] Jsou označované jako „*eurobonds*“, i když toto označení je používáno všeobecně pro všechny „eurodluhopisy“.

Dalším jejich charakteristickým rysem je skutečnost, že jejich emise nepodléhají žádnému povolovacímu řízení a tudíž ani státní regulaci,[35] přičemž musí pouze splňovat obecné mezinárodní podmínky obchodovatelnosti na veřejných organizovaných trzích.[36] Bývají zpravidla upisovány a umísťovány prostřednictvím mezinárodních syndikátů bank, z čehož vyplývá, že je mohou emitovat pouze vysoce bonitní emitenti.[37]

Euroobligace jsou vždy vydávány pouze na doručitele,[38] nejčastěji s délkou splatnosti od cca 3 do 10 let, přičemž bývají většinou kuponové[39] a nezajištěné. Pokud se týká jejich možného členění, vzhledem ke skutečnosti, že za jejich jedinečnou vlastnost je možno považovat především to, že výplaty kuponů, resp. jistiny mohou probíhat nejenom pouze v jedné, nýbrž i v několika měnách, přičemž ostatní jejich vlastnosti bývají podobné „normálním" obligacím, lze je systemizovat především z tohoto hlediska:

- ***Euroobligace s finančními toky realizovanými pouze v jedné měně:***

  Jedná se o standardní druhy kuponových euroobligací s pevnou úrokovou sazbou, přičemž z hlediska způsobů jejich konstrukcí se prakticky jedná o již dříve popsané druhy. Jsou jimi především euroobligace s fixní úrokovou sazbou */"straight eurobonds"/,* euroobligace s variabilní úrokovou sazbou */„index linked eurobonds"/* a řada dalších typů.

- ***Euroobligace s finančními toky realizovanými ve dvou, resp. i více měnách:***

  Co se týče tohoto druhu euroobligací, v mezinárodní investiční praxi je možno se setkat se značným množstvím jejich různých typů. Z nich lze uvést zejména:

  - ***„Currency changed bonds"*** – Jedná se o tzv. „euroobligace s proměnnou měnou", jejichž kupony jsou ve smyslu předem určených emisních podmínek vypláceny nejprve v jedné, a posléze ve druhé měně.
  - ***„Currency option eurobonds"*** – Tento druh euroobligací dává investorům možnost, aby si ve smyslu ustanovení emisních podmínek sami zvolili měnu, a to jak pro výplatu kuponů, tak i jistiny. To znamená, že se jedná o druh euroobligací, jenž je rizikovější pro emitenty, protože investoři si samozřejmě vždy zvolí měnu, která je v době výplaty „silnější". Většina těchto euroobligací bývá dvouměnová, ale možné jsou i víceměnové.
  - ***„Dual currency eurobonds"*** – Je to druh euroobligací, které jsou denominovány a prodávány v jedné měně, ve které jsou rovněž vypláceny i kupony, avšak splacení jistiny je provedeno v měně jiné, v předem stanoveném pevném kurzu vůči měně první. Tento typ euroobligací tak umožňuje spekulaci na odlišný vývoj měn a úrokových sazeb.
  - ***„Dual currency convertible eurobonds"*** – Tyto euroobligace jsou denominovány sice pouze v jedné měně, ale platba jistiny je konvertibilní za akcie, jež jsou denominovány v měně jiné, přičemž měnový kurz i cena akcií jsou předem zakotveny v emisních podmínkách.

Z dosažených výsledků vyplývá, že na soudobém světovém kapitálovém trhu existuje prakticky neomezená varieta různých druhů akcií a obligací, lišících se navzájem různými způsoby konstrukce, resp. právy s nimi spojenými. Z toho lze vyvodit, že pokud se týká jejich systemizace, nelze žádný způsob, a tudíž ani ten, který byl v daném případě vytvořen, považovat za jediný možný. Bude totiž vždy záležet na účelu a jejím konkrétním zaměření, jaká

---

[33] Může se např. jednat o obligace vydávané ve Spojených státech amerických, které jsou denominovány v jiných měnách než v USD, nebo např. o obligace vydané ve Velké Británii a denominované v Kč.
[34] Především v USD, EUR, JPY, resp. GBP.
[35] Tudíž výnosy z nich plynoucí nebývají nijak daněny.
[36] Nejčastěji se jedná o Londýn a Lucemburk.
[37] Jedná se např. o Světovou banku, centrální banky vyspělých zemí, významné mezinárodní finanční instituce, a pokud se týče korporací, tak pouze s nejvyššími stupni ratingu.
[38] Umožňuje to legální daňové úniky – v žádném státě totiž nepodléhají srážkové dani.
[39] Diskontované bývají především krátkodobé eurobondy peněžního trhu.

kritéria budou vzata v úvahu, což se následně promítne do dosažených výsledků. Nicméně to, co z vypracovaného způsobu systematizace vyplývá, je poznání, že v jednotlivých zemích existuje různá legislativa, které se vlastnosti emitovaných akcií a obligací vždy přizpůsobují. A dále také to, že jednotlivé významné vlastnosti, podle kterých bylo uvedené členění akcií a obligací provedeno, je rovněž možno vzájemně kombinovat, takže mnohé konstrukce lze zařadit současně do několika prezentovaných skupin zároveň.

ZÁVĚR

Co se týče dosažených výsledků, lze na jejich základě formulovat následující závěry :

- Na soudobém světovém kapitálovém trhu existuje prakticky neohraničená varieta různých druhů akcií a obligací, lišících se navzájem jak svými konstrukcemi, tak mnoha různými druhy práv, jež jsou s nimi spojena, jakož i způsoby jejich vzájemné kombinace. Je to způsobeno nejen potřebami finančního trhu, ale zejména různorodostí právních předpisů existujících v jednotlivých státech, a to především v zemích ekonomicky vyspělých, na jejichž primárních trzích jsou uváděny do oběhu největší objemy investičních cenných papírů. Významné rozdíly lze spatřovat především mezi legislativou zemí kontinentální Evropy a zemí s anglosaským právem, jejichž zákony jsou podstatně liberálnější, což se týká především Spojených států amerických, kde se z tohoto důvodu také vyskytuje nejvíce druhů akcií a obligací.
- V důsledku nejednotné legislativy v jednotlivých státech se můžeme na světovém finančním trhu rovněž setkat i s některými termínovými rozdíly takže dokonce mohou nastat i situace, že pod stejným označením se v různých zemích vyskytují jak akcie, tak i obligace odlišných vlastností. K tomu je navíc nutno přičíst i mnohdy velmi významné odlišnosti mezi britskou a americkou terminologií, které značně ztěžují komparaci jednotlivých druhů finančních instrumentů.
- Protože jak akcie, tak i obligace mohou vykazovat celou řadu ať už úplně stejných, nebo vzájemně velice podobných vlastností, není v současné době možné mezi nimi definovat celosvětově jednotnou, přesně vymezenou hranici. Nicméně, vzájemným porovnáním v praxi nejpoužívanějších druhů akcií a obligací bylo prokázáno, že u akcií existuje především určitá vazba na základní (kmenový) kapitál akciové společnosti, a to v souvislosti s tím, že existují práva jejich držitelů související s velikostí jejich podílu na vlastnictví příslušné akciové společnosti, a dále předem neohraničená doba jejich splatnosti; u obligací naproti tomu neexistuje nikdy přímá vazba na základní kapitál akciové společnosti, přičemž jejich životnost bývá prakticky vždy předem časově omezená.
- Dále bylo zjištěno, že obligace vykazují více různých vlastností a druhů než akcie. Je to důsledkem toho, že jejich emitování nesouvisí ani se společenskými smlouvami, resp. zakladatelskými listinami akciových společností, ani s jejich registracemi a ani s velikostí jejich základního kapitálu, jehož změny podléhají buď státem určené registraci, nebo alespoň předpisům platným pro podnikovou „účetní evidenci“ vedenou v souladu se zákony příslušného státu.[40] Navíc, přestože lze v některých zemích akcie emitovat i v jiných měnách než je měna země, v níž má příslušná akciová společnost své sídlo,[41] nelze je upisovat stejně snadno na zahraničních trzích jako obligace. Je tomu tak jak vzhledem k předkupnímu právu stávajících akcionářů, tak i proto, že uvádění nových akcií na trh znamená vždy zásah do vlastnické struktury jejich emitenta, takže se velké balíky akcií nabízejí pouze výjimečně, a to ještě většinou pouze se souhlasem valné hromady

[40] Pouze „účetní evidence“ základního kapitálu je typická především pro USA.
[41] Konkrétně je to možné např. v USA.

společnosti. Z toho také vyplývá skutečnost, že na rozdíl proti „zahraničním obligacím," resp. „euroobligacím", se termíny *„zahraniční akcie"* a zejména pak *„euroakcie"* v investiční praxi, jakož i terminologii prakticky nevyskytují.

- Provedená systemizace navíc prokázala i to, že přestože investiční cenné papíry lze členit mnoha různými způsoby, vzhledem ke stávajícím legislativním rozdílům jednotlivých států lze za všeobecně uznávané, i když pouze rámcové považovat jejich rozdělení do tří relativně samostatných skupin, a to na kmenové akcie, prioritní akcie a obligace. Nicméně bylo zjištěno, že i mezi nimi existují mnohé vzájemné vazby, spočívající jak v řadě společných vlastností, tak i v přípustných výměnách cenných papírů jedné skupiny za cenné papíry skupiny jiné.

Z uvedených poznatků lze závěrem vyvodit, že slaďování legislativních předpisů jednotlivých států značně zaostává za rychlým postupem globalizace světového finančního systému. Vzhledem ke skutečnosti, že tržní ekonomika je založena především na kvalitní legislativě, je nutno se urychleně a vážně zamyslet nad tím, zda je možno v době celosvětové globalizace považovat mezinárodně neprovázanou legislativu za legislativu kvalitní. A protože je možno jednoznačně dospět k názoru že nikoliv, lze důvodně předpokládat, že pokud nedojde v dané oblasti k potřebným změnám, další vývoj světového finančního systému a tím i celé světové ekonomiky nebude rozhodně bezproblémový.

Pokud se týká možného řešení stávajícího problému, je možno je spatřovat v jednotném, zpočátku alespoň z hlediska nejvýznamnějších vlastností jednotlivých finančních investičních instrumentů mezinárodně harmonizovaném teoretickém pojetí, které by následně akceptovaly legislativy jednotlivých států. Přitom vzhledem k tomu, že u obligací lze za jejich nejtypičtější vlastnost považovat konkrétně stanovený termín (resp. termíny) jejich splatnosti a u akcií vazbu na základní (kmenový) kapitál akciové společnosti, bylo by potřeba mezinárodně ujednotit, aby alespoň tyto dva základní parametry byly celosvětově uzákoněny jako povinné, na základě čehož by bylo možno v budoucnu akcie a obligace jednotně celosvětově rozlišovat.[42]

SOUHRN

Příspěvek se zabývá otázkami teoretického vymezení tzv. „klasických" investičních cenných papírů světového kapitálového trhu, neboli podnikových (korporačních) akcií a obligací. Jeho cílem bylo analyzovat jejich jednotlivé druhy z hlediska pro ně nejvýznamnějších charakteristických vlastností, a to ve spojení s hledáním vhodných způsobů jejich systemizace a co nejjednoznačnějšího systémového oddělení. Protože cílem této analýzy nebylo pouze rozpoznat nejvýznamnější a nejtypičtější vlastnosti podnikových akcií a dlouhodobých dluhopisů, jež se v investiční praxi vyskytují zcela běžně, ale i takových, které se na finančních trzích vyskytují pouze výjimečně, jednalo o analýzu prováděnou z celosvětového pohledu, bez zřetele na existující legislativní podmínky jednotlivých států. Závěrem byla provedena komparace nejvýznamnějších charakteristických vlastností kmenových akcií, prioritních akcií a obligací a určeny jejich základní odlišnosti. Současně byla prokázána nutnost urychleného vytvoření celosvětově harmonizovaného legislativního systému v dané oblasti a stanoveny jeho výchozí parametry.

akcie, obligace, finanční deriváty, strukturované produkty, investiční finanční instrumenty, finanční trh, kapitálový trh, peněžní trh, systemizace, globalizace

[42] Z obecného pohledu by se ovšem jednalo o vzájemné vymezení nejen akcií a obligací, ale obecně akcií a dluhopisů.

LITERATURA

BLAKE, D.: *Analýza finančních trhů*, Praha, Grada, 1995. ISBN 80-7169-201-8
COTTLE, S., MURRAY, R. F., BLOCK, F. E.: *Analýza cenných papírů,* Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-74-0
ELMAN, J., ŠEMBEROVÁ, K.: *Anglicko-český ekonomický slovník*, Praha, Victoria Publishing, 1994, ISBN 80-85605-77-5
JÍLEK, J.: *Kapitálový a derivátový trh,* Praha, Bankovní institut, 1998.
POLIDAR, V.: *Management bank a bankovních obchodů,* 2. vydání, Praha, Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-11-4
PŮLPÁN, K., DUCHÁČKOVÁ, E., MUSÍLEK, P., PŮLPÁNOVÁ, S., VESELÁ, J.: *Slovník bankovnictví, pojišťovnictví a kapitálových trhů*, Praha, Public History, 1998. ISBN 80-902193-2-2.
REJNUŠ, O.: *Základy teorie finančních investic*, Brno, Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, 2004. ISBN 80-7157-796-0
REJNUŠ, O.: *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*, 3. vydání, Praha, Computer Press, 2004. ISBN 80-7226-571-7
ROSE, P. S.: *Money and Capital Markets,* Four Edition, Boston, IRWIN, 1992.
ROSENBERG, J. M.: *Slovník bankovních a finančních služeb,* Praha, Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-01-5

Adresa

Prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc., Ústav financí, Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno, Česká republika