

Úloha dluhopisů v procesu vlastnické restrukturalizace podniků

Liběna TETŘEVOVÁ*

The Role of Bonds in the Process of Ownership Restructuring of Firms

Abstract

This article deals with a role of bonds in the process of ownership restructuring. Firstly, a definition of bonds is discussed. Secondly, types, advantages, disadvantages and risks of corporate bonds are explained. Attention is also paid to a field of corporate restructuring. Alternative views of a term corporate restructuring are presented. Afterwards reasons for restructuring are mentioned and consequently two main types of restructuring, negative and positive, are differentiated. Financial and ownership restructuring are characterized as well. Attention is especially focused on corporate bonds as a tool for ownership restructuring.

Key words: financial restructuring, ownership restructuring, corporate bonds

JEL Classification: G32, G34, L22

Úvod

Podnikové dluhopisy představují v řadě států díky svým přednostem široce využívaný zdroj financování. V České republice, ale i na Slovensku však podnikové dluhopisy jsou instrumentem, který stojí na pokraji zájmu finančních manažerů.

Tato skutečnost pramení jednak z historie dluhového financování v těchto státech, která je založena především na bankovních úvěrech, jednak z nedostatečné ochrany investorů, a dále pak z faktu, že některé alternativní možnosti využití podnikových dluhopisů nejsou dosud zcela rozšířeny.

* Ing. Liběna TETŘEVOVÁ, Ph.D., Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav ekonomie, Studentská 95, 532 10 Pardubice, Česká republika; e-mail: Libena.Tetrevoval@upce.cz

V souvislosti s podnikovými dluhopisy vyvstává celá řada problémových otázek. V první řadě je třeba přesně definovat pojem *podnikový dluhopis*, neboť v této oblasti není teorie, ani praxe jednotná ve svém výkladu. Působí zde proti sobě především finanční a právní pojetí pojmu dluhopis a s ním souvisejících pojmů – *obligace*, *dlužní úpis*. Pozornost je přitom vhodné zaměřit i na možné klasifikace podnikových dluhopisů. Precizně je třeba také vymezit výhody, nevýhody a rizika spojená s využíváním podnikových dluhopisů jako nástroje financování. Zvláštní pozornost je pak třeba věnovat možnostem využití podnikových dluhopisů v průběhu procesu podnikové restrukturalizace v podmínkách tranzitivních ekonomik, především pak v rámci realizace vlastnických změn, které jsou zpravidla neopomenutelnou součástí transformačního procesu. Vyjít přitom můžeme z následující hypotézy – podnikové dluhopisy jsou vhodným instrumentem vlastnické restrukturalizace podniků v podmínkách transformujících se ekonomik.

Verifikace této hypotézy však není možná bez toho, že by byl vymezen pojem *podniková restrukturalizace*. Stejně jako u pojmu podnikový dluhopis, tak i u pojmu podniková restrukturalizace se totiž setkáváme s názorovou nejednotností. Pojem restrukturalizace bývá zaměňován s pojmy *revitalizace* či *reengineering*. Řadu diskusí také vyvolává vztah mezi restrukturalizací a krizí podniku. Restrukturalizace je často chápána pouze úzce, účelově, jako řešení krizové situace podniku, setkat se však můžeme i s jiným, širším pojetím příčin aplikace restrukturalizačních opatření. Jednoznačné není ani vymezení pojmu *finanční restrukturalizace* jako klíčové součásti restrukturalizačního procesu každého podniku a jejího vztahu k restrukturalizaci vlastnických vztahů. Přesné vymezení možností využití podnikové restrukturalizace z hlediska účelu a definování finanční i vlastnické restrukturalizace a jejich opatření je nezbytné pro ověření uvedené hypotézy.

1. Podnikové dluhopisy

1.1. Pojem podnikový dluhopis

Podnikové dluhopisy čili *obligace*¹ se označují také jako *průmyslové dluhopisy* nebo *dluhopisy korporací*. Jde o dluhopisy, které vydávají podnikatelské subjekty – průmyslové, obchodní, ale i například dopravní podniky.

¹ Co se týká pojmů *dluhopis* a *obligace*, jde o synonyma. V České republice se lze s pojmem dluhopis setkat především v praxi, která se přiklání k používání pojmu, který používá platná legislativa. Naopak pojem *obligace* se často vyskytuje v literatuře specializující se na oblast podnikové ekonomiky a financí, kde pouze někteří autoři užívají vedle pojmu *obligace* jako synonymum pojem *dluhopis*.

Pojem podnikový dluhopis není v České republice přesně definován žádnou právní normou. Pouze obecně je problematika dluhopisů upravena zákonem č. 530/1990 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, kde se v § 1, odst. 1 uvádí, že dluhopis je zastupitelný cenný papír (zastupitelné cenné papíry jsou takové cenné papíry, které jsou stejného druhu, jsou vydány stejnou osobou, ve stejné formě a vznikají z nich stejná práva, viz § 2, odst. 1 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech; ve znění pozdějších předpisů), s nímž je spojeno právo požadovat splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě dluhopisu ke dni splatnosti dluhopisu a vyplacení výnosů z něho k určenému datu nebo datům a povinnost osoby, která dluhopis vydala, tato práva uspokojit.

Jak uvádí J. Valach, podnikové dluhopisy jsou dluhové cenné papíry (dlužní úpisy), které emituje podnik s cílem získat od investora dlouhodobý finanční zdroj, emitující podnik (dlužník) se v nich zavazuje, že ve stanovené době zaplatí majiteli dluhopisu (věřiteli) nominální cenu a v dohodnutých termínech i úrok [21].

Podnikový dluhopis představuje *cenný papír*, tj. listinu, či záznam na určitém nosiči dat, vyjadřující pohledávku vlastníka vůči tomu, kdo cenný papír vystavil. Jde se o cenný papír dlouhodobý, tj. se splatností delší než 1 rok; obvykle je *hromadně vydávaný*, tzn. že je emitován ve větších sériích; *dluhový*, nebo-li úvěrový, založený tedy na úvěrovém vztahu, kdy investor nakupuje tento cenný papír s podmínkou, že dlužník mu splatí zapůjčený obnos a výnosy ve stanovené lhůtě. Podnikové dluhopisy jsou emitovány, nebo-li vydávány podnikatelskými subjekty, tj. subjekty provádějícími podnikatelskou činnost za účelem dosažení zisku. Stvrzují (vyjadřují) závazek (povinnost) emitenta (vydavatele, dlužníka) uhradit majiteli (držiteli, věřiteli, investoru) výnosy (důchod, odměnu hrazenou za poskytnutí kapitálu), které mohou být různého charakteru i četnosti, a dále splatit jistinu (nominální hodnotu) ve stanovených termínech.

1.2. Druhy podnikových dluhopisů

V tržních ekonomikách je možno se setkat s celou řadou různých typů podnikových dluhopisů. Podnikové dluhopisy lze třídit z hlediska povahy emise, kdy lze provést členění podle řady dalších navazujících kritérií. Klasifikovat je lze také podle stupně vývoje či stupně jejich ratingového hodnocení.

Základním třídícím hlediskem pro klasifikaci podnikových dluhopisů je povaha emise. Z hlediska *povahy emise* je možno podnikové dluhopisy dále třídit podle *charakteru výnosu* (dluhopisy s pevným úrokem, s pohyblivým úrokem, indexované, ziskové, nulové a prémiové), *způsobu splácení* (dluhopisy jednorázově a postupně splatné, konvertibilní a vypověditelné), *záruk* (dluhopisy zaručené či nezaručené), *země a měny* (domácí a zahraniční dluhopisy či eurodluhopisy),

formy (listinné, nebo zaknihované dluhopisy), *převoditelnosti* (dluhopisy na jméno, na řad a na majitele), *sekundární obchodovatelnosti* (dluhopisy obchodovatelné na veřejných trzích či obchodovatelné neveřejně) a *dalších práv* (např. dluhopisy naturální, opční, prioritní, či podřízené) [17].

Z hlediska *stupně vývoje* je možno podnikové dluhopisy rozdělit na *klasické dluhopisy*, které mají dlouhou historickou tradici, a *inovované dluhopisy*, jež jsou výsledkem dynamického inovačního procesu posledních let.

Podnikové dluhopisy lze také rozlišit podle stupně ratingového hodnocení. Z hlediska *stupně ratingového hodnocení* lze podnikové dluhopisy rozdělit na dvě základní skupiny, a to *investiční dluhopisy*, tj. dluhopisy s ratingem v investičním stupni, a *rizikové dluhopisy* (*junk bonds*), tj. dluhopisy s ratingem v neinvestičním (spekulativním) stupni.

1.3. Zhodnocení podnikových dluhopisů

Využití podnikových dluhopisů s sebou přináší celou řadu výhod. *Výhody podnikových dluhopisů* lze spatřovat zejména v následujících skutečnostech:

- vydávání podnikových dluhopisů umožňuje dosáhnout větší pružnosti v kapitálové struktuře podniku, neboť rozšiřuje manévrovací prostor managementu podniku při výběru vhodných zdrojů financování a podnik je tak schopen pružněji a přesněji reagovat na stále se měnící podmínky na trhu, což následně vede k vyšší tvorbě finančních zdrojů;
- emisí podnikových dluhopisů lze získat značné množství peněžních prostředků, které poskytne velký počet věřitelů;
- pro podnik po překročení určité míry zadluženosti přestává být výhodný bankovní úvěr a alternativou s nižšími náklady se v důsledku rozptýlení rizika mezi velký počet věřitelů stává právě emise dluhopisů;
- výnosy z podnikových dluhopisů představují daňově uznatelný náklad, v případě ziskovosti podniku lze využít úrokového daňového štítu;
- emisí podnikových dluhopisů neztrácí akcionáři svou kontrolu nad činností podniku;
- vydání podnikových dluhopisů nevyžaduje jištění ve formě zástav či záruk (teoreticky by dluhopisy mohly být zaručeny určitým druhem majetku emitenta, případně jiným subjektem, ale podnikové dluhopisy, které jsou zatím v našich podmínkách vydávány, jsou dluhopisy nezaručenými);
- v důsledku závaznosti splátek jistiny a výnosů z dluhopisů dochází k vyjasnění pohledu manažerů na výnosnost jednotlivých podnikových investic;
- úspěšné vydání podnikových dluhopisů se považuje za prestižní záležitost, která zlepšuje postavení podniku v očích veřejnosti i obchodních partnerů.

Na druhé straně je však vydávání podnikových dluhopisů spojeno i s některými nevýhodami. *Nevýhody podnikových dluhopisů* lze spatřovat především v následujících skutečnostech:

- investoři kladou vysoké nároky na úvěrovou způsobilost emitenta;
- emise dluhopisů je spojena se značnými emisními náklady, které tvoří náklady vydání a náklady životnosti dluhopisů;
- výnosy a jistina musí být hrazeny včas, bez ohledu na to, zda podnik dosahuje zisku;
- věřitelé mohou klást emitujícímu podniku různé omezující podmínky a mají právo vyjadřovat svá stanoviska k otázkám, jejichž řešení může ovlivnit uplatnění práv s dluhopisem spojených, například k nájmu, prodeji podniku či jeho části.

Využití podnikových dluhopisů může být spojeno i s některými dalšími *riziky a problémy*, které se mohou projevit jak na straně poptávky po kapitálu zastoupené emitenty, tak i na straně nabídky kapitálu, tj. investorů. Za hlavní rizika na straně emitentů považujeme ekonomický vývoj a podmínky země či obavy emitentů z možného neumístění vydaných podnikových dluhopisů. Na straně investorů se pak jedná zejména o nedostatečnou informovanost investorů, jejich nedůvěru či otázku zdanění výnosů z dluhopisů.

2. Od podnikové přes finanční k vlastnické restrukturalizaci

2.1. Podniková restrukturalizace

Podniková restrukturalizace znamená celkové přeorganizování podniku, obnovení všech jeho podnikatelských funkcí [20]. Restrukturalizace představuje „podnikatelsky orientované a systémově celistvé („holistické“) změny struktury řízené organizační jednotky (podniku, závodu, autonomní podnikatelské jednotky apod.)“ [23, s. 640].

Podniková restrukturalizace je založena na změnách, které se dotýkají všech oblastí života podniku. Restrukturalizace představuje zásadní přestavbu podnikové strategie, struktury a procesů a jejich sladění s novou životní realitou [6]. Podle J. Vebera se podniková restrukturalizace dotýká změny výrobní náplně, zdrojů organizace, jejich provázanosti i využití a může být doprovázena změnami organizační architektury [22]. Podrobnější vymezení jednotlivých oblastí restrukturalizačních přeměn uvádí L. Vodáček a O. Vodáčková, kteří definují pojem restrukturalizace takto: „Jde o proces zdrojového zajištění, inovačních změn při tvorbě a vzájemné harmonizaci struktur výrobního programu, výrobně

technické základny, funkcionálních a organizačních struktur, personálních struktur, popřípadě dalších účelových struktur (např. finanční struktury), s cílem zajistit účelné a účinné fungování reprodukčního procesu.“ [24, s. 285] Setkat se však můžeme i s jinými pojetími obsahu a rozsahu pojmu podniková restrukturalizace. Někteří autoři restrukturalizací rozumí pouze změnu majetkové a kapitálové (finanční) struktury podniku (viz např. [14]). V nejužším pojetí pak podniková restrukturalizace vyjadřuje pouze změnu vlastnických vztahů podniku (viz např. [5]).

Lze konstatovat, že *podniková restrukturalizace představuje proces celkových změn v podniku založený na realizaci vhodných restrukturalizačních opatření, jež mohou být zaměřeny do všech oblastí podnikových činností – finanční, majetkové, výrobní, obchodní, organizační, informační či personální*. Jedná se především o rozsáhlé, strategické změny, které dramaticky ovlivní budoucí aktivity podniku, spíše než o dílčí (přírůstkové) změny.

Restrukturalizace podniku je zpravidla chápána jako řešení krizové situace podniku. Definice Evropské banky pro obnovu a rozvoj uvádí, že restrukturalizací se rozumí radikální změna ve struktuře obchodní činnosti zahrnující finanční, provozní a řídicí management, výrazné snižování stavu pracovníků a zbavování se velké části aktiv, složek a částí podniku [4].¹ ~

Restrukturalizace však nemusí být spojena pouze s krizí podniku. Restrukturalizační procesy mohou být realizovány i v podnicích, které nemají žádné problémy, ale reagují tak na stále se měnící podmínky a snaží se neustále zvyšovat svoji konkurenceschopnost. K restrukturalizaci podniku tak může vést celá řada důvodů. V zásadě je můžeme shrnout do čtyř hlavních skupin. Prvním, klasickým důvodem vyvolávajícím nutnost restrukturalizace jsou již zmiňované *krize*. Podnik se nachází v krizi, která ohrožuje jeho prosperitu, stabilitu a budoucí existenci a tuto situaci je třeba radikálně řešit. Druhým důvodem jsou *problémy*. Podnik je nucen řešit méně naléhavé, dílčí problémové situace a stavy, které vznikají v průběhu jeho života a které v případě podcenění by mohly vést ke vzniku mnohem závažnějších situací – krizí. Dalším důvodem, v důsledku kterého může podnik k restrukturalizaci přistoupit, je *prevence*, kdy je snahou podniku předejít možnému vzniku problémů v budoucnosti. Posledním důvodem jsou *šance*. Podnik může aplikovat vybraná restrukturalizační opatření s cílem využít vzniklých šancí, získat náskok před konkurencí a upevnit své vedoucí postavení na trhu. Restrukturalizační opatření tedy mohou být realizována v každé z fází životního cyklu podniku.

Důvod, v důsledku kterého podnik přistupuje k realizaci určitých restrukturalizačních opatření, determinuje charakter restrukturalizačního procesu i aplikovaných restrukturalizačních opatření. Rozlišit tak můžeme dva hlavní typy restrukturalizace, a to restrukturalizaci negativní a pozitivní.

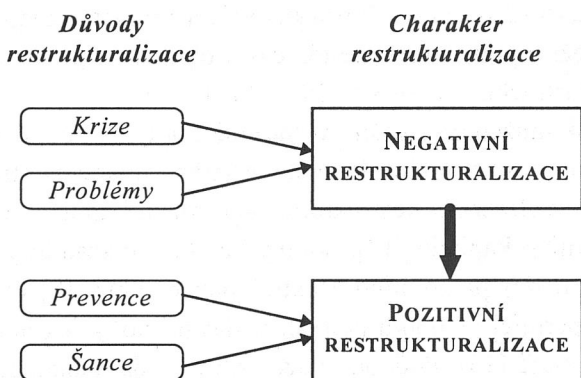
• V případě restrukturalizace z důvodu řešení krizových či problémových situací a stavů je realizována *restrukturalizace negativní*. Opatření negativní restrukturalizace jsou charakteristická tím, že jejich efekty se projevují okamžitě.

• Přistupují-li podniky k restrukturalizaci z důvodu prevence či využití šancí, hovoříme o *pozitivní restrukturalizaci*. Opatření pozitivní restrukturalizace jsou charakteristická tím, že jejich efekty se projevují postupně během delšího časového období, často s určitým časovým zpožděním. Opatření pozitivní restrukturalizace jsou spojována především s rozvojovou fází životního cyklu podniku, ale podniky jich mohou využít i v případě restrukturalizace z důvodu problémů a krizí, kdy tato opatření navazují na opatření negativní restrukturalizace.

Vztah mezi důvodem restrukturalizace a charakterem restrukturalizačního procesu je patrný z obrázku 1.

Obrázek 1

Negativní a pozitivní restrukturalizace



Kromě již uvedeného členění na negativní a pozitivní restrukturalizaci, kdy je podniková restrukturalizace členěna z hlediska důvodů vyvolávajících změny, můžeme na restrukturalizaci pohlížet z hlediska rozsahu změn; rozlišujeme tak restrukturalizaci obrannou či strategickou [16].

• *Restrukturalizace obranná* přitom představuje neustálé přizpůsobování vnitřní struktury podniku měnícímu se okolí, zpravidla je založena na realizaci dílčích podnikových změn.

• *Restrukturalizace strategická* pak představuje radikální, systémově ucelené, komplexní změny struktury určité organizační jednotky.

Dalším možným třídícím hlediskem jsou podnikové činnosti, do kterých je proces restrukturalizace zaměřen. Například J. Truneček rozeznává dvě složky podnikové restrukturalizace, a to restrukturalizaci finanční a restrukturalizaci systému podnikového řízení, přičemž pod pojmem *finanční restrukturalizace*

rozumí změnu vlastníků následovanou cílově orientovanými investicemi do rozvoje podniku, většinou s využitím cizího kapitálu, *restrukturalizací systému podnikového řízení* pak rozumí přeprojektování (*redesign*) procesů probíhajících ve firmě [20]. Podle našeho názoru můžeme z daného hlediska rozlišit restrukturalizaci *finanční, výrobní, obchodní, organizační, informační a personální*.

2.2. Finanční restrukturalizace – dominantní součást podnikové restrukturalizace

Finanční restrukturalizace představuje změnu finanční a s ní úzce související majetkové struktury podniku. S daným názorem na obsah pojmu finanční restrukturalizace se ztotožňuje také M. Synek, který uvádí, že *finanční restrukturalizace* představuje změny na straně aktiv a pasiv finanční bilance (rozvahy) podniku [16]. Tento pohled na pojetí pojmu finanční restrukturalizace má i J. Tománek, který uvádí: „Finanční restrukturalizace je snahou o nalezení efektivity podnikání zhodnocením nových investic a financí – anebo vyřešením starých úvěrů, zátěží a pohledávek. Je též často obratem v pojetí vlastnické strategie – změnou vlastnické struktury.“ [19, s. 117]

Setkat se však můžeme i s užším vymezením, kdy za finanční restrukturalizaci je považována pouze změna kapitálové (příp. finanční) struktury podniku. V tomto pojetí se finanční restrukturalizací rozumí změna celkových dluhů a struktury vlastního kapitálu [14], úpravy kapitálové struktury zvyšováním zadluženosti a využitím pozitivního efektu finanční páky [5] či možnost udržet firmu jako prosperující jednotku pomocí vydávání nových cenných papírů a jejich výměny za staré [15]. Podobný názor sdílí i řada managerů českých firem, kteří tímto rozumí restrukturalizaci zdrojů financování, vzhledem k našim současným podmínkám však nemají na mysli výměnu cenných papírů, ale především změnu struktury bankovních úvěrů.

Finanční restrukturalizace plní klíčovou úlohu v procesu podnikové restrukturalizace. Je tomu tak z několika důvodů. Jde zejména o skutečnost, že vrcholným (syntetickým a komplexním) cílem procesu restrukturalizace je cíl, který má finanční charakter. Výsledným efektem restrukturalizace by totiž mělo být zvýšení hodnoty firmy, v případě akciové společnosti pak zvýšení tržní ceny akcií. Dalším důvodem je to, že finanční nástroje a opatření se uplatňují více či méně v každé z oblastí restrukturalizačních přeměn. Navíc realizace restrukturalizačního programu vyžaduje značné množství finančních prostředků, a to jak pro uskutečnění restrukturalizace negativní, tak i pozitivní. Důvodem je i skutečnost, že realizace restrukturalizačních opatření v jednotlivých oblastech podnikových činností s sebou vždy přináší určité, ať již kladné či záporné finanční efekty.

Proces finanční restrukturalizace může být založen na realizaci celé řady opatření negativní a pozitivní finanční restrukturalizace. Mezi základní *opatření negativní finanční restrukturalizace* řadíme odprodej nepotřebného majetku, pronájem přebytečného majetku, prodej a zpětný pronájem potřebného majetku, omezení či zmrazení výdajů na výzkum, vývoj, investice apod., zvýšené vymáhání pohledávek, odprodej pohledávek či změnu struktury závazků a prodloužení lhůt jejich splatnosti.

Mezi základní *opatření pozitivní finanční restrukturalizace* řadíme:

- *zlepšení hotovostního toku*, založené na opatřeních v oblasti rentability a majetku a na získání externích finančních zdrojů (blíže viz např. [2; 7; 17]);
- *optimalizaci finanční struktury*, spočívající v respektování pravidel financování a zásad optimalizace finanční struktury podniku (podrobněji např. [3; 8]);
- *optimalizaci a zefektivnění hodnocení a výběru investic*, vycházející z principů tvorby optimální investiční strategie z hlediska rentability a likvidity (blíže viz [2; 21]);
- *vlastnickou a partnerskou restrukturalizaci*, která spočívá ve změnách vlastnické a partnerské struktury podniku (podrobněji např. [9; 18; 25]).

2.3. Finanční a vlastnická restrukturalizace

Vlastnická restrukturalizace neboli restrukturalizace vlastnických vztahů představuje jeden ze základních pilířů pozitivní finanční restrukturalizace. Tímto pojmem rozumíme proces celkových změn vlastnické struktury podniku. Vlastnické změny přitom mohou být založeny buď na změnách vlastnictví podniku jako celku, anebo na změnách jednotlivých vlastníků, ale i na určitých změnách ve struktuře vlastněného majetku.

Proces restrukturalizace vlastnických vztahů může mít *povahu integrace, výprodeje*, ať již celého podniku, nebo jeho části či *jiných podob vlastnické restrukturalizace*. Jako příklad lze uvést zvýšení základního kapitálu společnosti upsáním nových akcií, výměnu konvertibilních podnikových dluhopisů za akcie anebo uplatnění odběrního práva u opčních dluhopisů.

Restrukturalizace vlastnických vztahů v podobě integrace přitom může mít charakter vertikální integrace, kdy dochází k propojování podniků s navazující činností, horizontální integrace, kdy se propojují podniky se stejnou či obdobnou činností anebo konglomerátní integrace, kdy dochází k propojování podniků, jejichž zaměření je zcela odlišné. *Vertikální, horizontální či konglomerátní integrace se pak mohou realizovat ve formě akvizic, fúzí či strategických aliancí založených na společném vlastnictví.* Akvizice představují nákup určitého podniku, nebo jeho části. Může se jednat o nákup podstatné části majetku, nebo

cenných papírů – hlasovacích práv [13]. Fúze mohou mít povahu buď sloučení, kdy se jeden či více podniků začlení do jiného už existujícího podniku, na který přechází veškerý majetek i závazky, anebo splynutí, kdy se vytváří nový podnik, který přebírá závazky všech fúzujících podniků, přičemž tyto fúzující podniky zanikají. Další formou jsou strategické aliance založené na společném vlastnictví, a to jednak v podobě strategických aliancí spočívajících ve sdílení vlastnictví, kdy smlouvy jsou zpravidla doprovázeny holdingovou formou sdílení vlastnictví. Může se však jednat i o formu strategických aliancí spočívajících ve vytvoření nové podnikatelské jednotky, která je smluvními partnery vlastněna společně – *joint venture*.

3. Dluhopisy jako nástroj podnikové restrukturalizace

3.1. Podnikové dluhopisy jako nástroj finanční restrukturalizace

Podnikové dluhopisy mohou být jedním z významných nástrojů finanční restrukturalizace. Podnikové dluhopisy představují typický nástroj pozitivní finanční restrukturalizace. Důvodem je skutečnost, že na emise podnikových dluhopisů je třeba vždy pohlížet ze dvou úhlů: na jedné straně z pohledu investorů a na straně druhé z pohledu emitenta.

Z pohledu investorů představují podnikové dluhopisy jeden z instrumentů investování, o jehož pořízení se investor rozhoduje na základě posouzení tří klíčových faktorů, a to výnosnosti, rizika a likvidity. Podnikových dluhopisů tak lze využít především v rámci pozitivní restrukturalizace. Své uplatnění však podnikové dluhopisy ve své specifické podobě – rizikových dluhopisů mohou nalézt i v rámci negativní restrukturalizace. (V některých případech je i v průběhu pozitivní finanční restrukturalizace možno využít pouze rizikových podnikových dluhopisů.)

Z pohledu podniku jako emitenta představují podnikové dluhopisy alternativní zdroj financování. *Emisí podnikových dluhopisů mohou podniky využít v rámci pozitivní finanční restrukturalizace jednak pro zlepšení hotovostního toku, jednak při optimalizaci finanční struktury, ale využít jich lze i v rámci restrukturalizace vlastnických vztahů.*

3.2. Podnikové dluhopisy jako nástroj vlastnické restrukturalizace

V rámci procesu vlastnické restrukturalizace lze využít všech typů podnikových dluhopisů, jak klasických, tak inovovaných, jak v podobě investičních, tak rizikových dluhopisů. Své uplatnění najdou především *při integracích ve formě*

akvizic. Využít jich jako zdroje financování mohou také *strategické aliance*, které jsou založeny na společném vlastnictví, a to jak typu *holding*, tak *joint venture*. Na druhé straně pak podnikové dluhopisy mohou představovat nástroj proti nepřátelskému převzetí podniku.

Svou roli mohou podnikové dluhopisy sehrát i v rámci jiných podob vlastnické restrukturalizace, které mohou spočívat ve *výměně konvertibilních podnikových dluhopisů za akcie* anebo v *uplatnění odběrního práva u opčních dluhopisů*.

Zásadní význam mohou podnikové dluhopisy mít v rámci integrace při financování akvizic. Akvizice jsou zpravidla financovány hotovými peněžními prostředky a jejich zdrojem mohou být právě podnikové dluhopisy. Další, méně častou situací je případ, kdy hotové peněžní prostředky, ať již vlastní či získané pomocí úvěru, anebo emise podnikových dluhopisů, nestačí na úhradu dohodnuté ceny, pak mohou být podnikové dluhopisy použity přímo k úhradě ceny kupovaného podniku, nebo jeho části. Výhodné jsou z tohoto pohledu především konvertibilní a opční dluhopisy, neboť umožní překlenout období kursové volatility akcií, která je průvodním jevem období akvizic, a zároveň znemožní přímé ovlivňování chodu spojené firmy akcionáři kupovaného podniku [11].

Nezastupitelnou roli při financování akvizic pak hrají rizikové dluhopisy, které umožňují realizovat akvizice i menším a méně známým firmám. Podstata spočívá v tom, že akvizitor požádá investiční společnost specializující se na akvizice o příslib překlenovacího úvěru, který bude později splacen emisí rizikových dluhopisů, jež zajištění daná investiční společnost provede. Je-li příslib poskytnut, akvizitor vytvoří dceřinnou společnost pro zaštitění akvizice. Ta učiní nabídku na cílovou společnost a úhradu ceny provede překlenovacím úvěrem, což umožní vydat rizikové dluhopisy až ve vhodný okamžik. V důsledku této operace vzniknou firmě vysoké závazky, k jejichž úhradě jsou zpravidla použity hotové prostředky koupené firmy a dále prostředky získané prodejem vybraných částí koupené firmy.

V případě *holdingových společností* lze emisí podnikových dluhopisů využít zejména na získání dodatečných finančních prostředků pro rozšiřování holdingu, mají-li vlastníci zájem na dalším zvyšování množství či velikosti podílů.

V případě *joint ventures* lze emisí podnikových dluhopisů využít jako zdroje finančních prostředků jak pro financování při zakládání společného podniku (tj. zajištění peněžních prostředků na pořízení budov, strojů, zásob atd.), tak pro financování běžného provozu společného podniku. Emitenty podnikových dluhopisů přitom mohou být jak firmy vytvářející *joint venture*, tak samotný *joint venture*, který emituje rizikové podnikové dluhopisy.

Podnikových dluhopisů lze využít také jako aktivního či preventivního nástroje ochrany proti nepřátelskému převzetí. Emisí podnikových dluhopisů lze využít k aktivní reakci na konkrétní nepřátelské převzetí, kdy vydáním podnikových

dluhopisů je jako primární cíl sledováno zvýšení zadluženosti, anebo zvýšení zadluženosti je až důsledkem využití podnikových dluhopisů jako zdroje kompenzujícího úbytek vlastních finančních zdrojů. Firma, v rámci jejíž bilance roste podíl cizích a klesá podíl vlastních zdrojů, přestává totiž být středem zájmu akvizitorů.

Podnikové dluhopisy jako preventivní prostředek proti nepřátelskému převzetí mohou být využity ve specifické formě „otrávených pilulek“. Podstata je založena na tom, že podnik vydá zvláštní typ vypověditelných dluhopisů, jejichž *put* opce spočívá v možnosti prodat je v případě převzetí za určitou cenu zpět vydavateli. Atraktivnost převzetí se tak snižuje v důsledku rizika možného uplatnění tohoto speciálního práva majiteli dluhopisů v případě převzetí, které by následně vyvolalo značné snížení hotovosti přebírané firmy. Účinnost tohoto opatření je však snížena v případě, že v okamžiku převzetí je výnosová míra dluhopisů vyšší než aktuální tržní úroková míra, a tedy majitelé dluhopisů nebudou mít zájem na jejich proplacení, či v případě, že majitelé podnikových dluhopisů budou přebírající firmou přesvědčeni o výhodnosti dluhopisy si ponechat.

Závěr

Restrukturalizací podniku rozumíme proces celkových změn v podniku, založený na realizaci vhodných restrukturalizačních opatření, jejichž účelem je předejít nepříznivému vývoji podniku, nebo jej zvrátit, anebo zvýšit stávající dobrou ekonomickou výkonnost podniku. Podnik může k restrukturalizaci přikročit z několika důvodů. Jsou to: krize, problémy, prevence či využití šancí. V případě, že podnik přistupuje k restrukturalizaci z důvodu nutnosti řešit stávající krizi, je předpokladem řádného průběhu restrukturalizace uskutečnění revitalizace (oživení) podniku. Prostředkem podpory podnikové restrukturalizace může být i *reengineering*.

Důvod, v důsledku kterého podnik přistupuje k realizaci určitých restrukturalizačních opatření, determinuje charakter restrukturalizačního procesu i aplikovaných restrukturalizačních opatření. Rozlišit tak můžeme dva hlavní typy restrukturalizace, a to negativní a pozitivní. Jsou-li restrukturalizační opatření aplikována z důvodu řešení krizových či problémových situací a stavů, jde o restrukturalizaci negativní. Přistupují-li podniky k restrukturalizaci z důvodu prevence či využití šancí, jde o pozitivní restrukturalizaci.

Klíčovou součástí procesu podnikové restrukturalizace je restrukturalizace finanční, která představuje změnu finanční a s ní úzce související změny majetkové struktury podniku. Finanční restrukturalizace je založena na realizaci celé řady opatření negativní a pozitivní finanční restrukturalizace.

Jedním z nástrojů finanční restrukturalizace jsou i podnikové dluhopisy. Představují typický nástroj pozitivní finanční restrukturalizace. Důvodem je skutečnost, že na emise podnikových dluhopisů je třeba vždy pohlížet ze dvou úhlů, na jedné straně z pohledu investorů a na straně druhé z pohledu emitenta. Z pohledu investorů představují podnikové dluhopisy jeden z instrumentů investování, o jehož pořízení se investor rozhoduje na základě posouzení tří klíčových faktorů, a to výnosnosti, rizika a likvidity. Podnikových dluhopisů tak lze využít především v rámci restrukturalizace pozitivní. Své uplatnění však podnikové dluhopisy ve své specifické podobě rizikových dluhopisů mohou nalézt i v rámci restrukturalizace negativní.

Z pohledu podniku jako emitenta představují podnikové dluhopisy dlouhodobé, hromadně vydávané, obchodovatelné, dluhové cenné papíry, které stvrzují závazek emitenta uhradit majiteli dluhopisu výnosy a splatit jistinu ve stanovených termínech. Jedná se o dlouhodobý cizí externí zdroj financování. Emisí podnikových dluhopisů mohou podniky využít v rámci pozitivní finanční restrukturalizace jednak pro zlepšení hotovostního toku, jednak při optimalizaci finanční struktury, ale využít jich lze i v průběhu restrukturalizace vlastnických vztahů.

V rámci restrukturalizace vlastnických vztahů najdou podnikové dluhopisy své uplatnění zejména při financování integrace, a to především ve formě akvizic, ale i strategických aliancí, které jsou založeny na společném vlastnictví (typu *holding* i *joint venture*), kdy lze využít všech typů jak investičních, tak rizikových podnikových dluhopisů. Za nástroj vlastnické restrukturalizace však rovněž považujeme výměnu podnikových dluhopisů za akcie či uplatnění odběrního práva u opčních dluhopisů. Navíc, podnikových dluhopisů lze využít také jako aktivního či preventivního nástroje ochrany proti nepřátelskému převzetí.

Uvedená hypotéza tedy byla potvrzena. Podnikové dluhopisy jsou vhodným instrumentem vlastnické restrukturalizace podniků, a to i v podmínkách transformujících se ekonomik, neboť podnikové dluhopisy, ať již v investičním nebo spekulativním stupni ratingového hodnocení, mohou být využity jako nástroj restrukturalizace vlastnických vztahů.

Literatura

- [1] BARTOL, K. M. – MARTIN, D. C.: Management. Boston: McGraw-Hill 1998.
- [2] BLOCK, S. B. – HIRT, G. A.: Foundations of Financial Management. Homewood: IRWIN 1992.
- [3] BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. Praha: Victoria Publishing 1992.
- [4] European Bank for Reconstruction and Development: Transition Report. London: EBRD 1999.
- [5] GAUGHAN, P. A.: Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. New York: John Wiley & Sons 2002.

- [6] HARRISON, J. S. – JOHN, C. H.: *Strategic Management of Organizations and Stakeholders*. Cincinnati: South-Western College Publishing 1998.
- [7] KRAFTOVÁ, I.: *Kapitálová síla a výkonnost podniků v regionálním kontextu*. Pardubice: Univerzita Pardubice 2003.
- [8] KRIŠTOFÍK, P.: Determinanty kapitálovej štruktúry a finančného rozhodovania v podmienkach slovenských podnikov. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 50, 2002, č. 2, s. 197 – 216.
- [9] LORANGE, P. – ROOS, J.: *Strategic Alliances – Formation, Implementation and Evolution*. Cambridge: Blackwell Publishers 1992.
- [10] MACKIE-MASON, J. K.: *Do Firms Care Who Provides Their Financing?* [A National Bureau of Economic Research Project Report.] Chicago: The University of Chicago Press 1990, s. 63 – 103.
- [11] MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*. Praha: VŠE Praha 1997.
- [12] MILLER, A.: *Strategic Management*. Boston: McGraw-Hill 1998.
- [13] NEWMAN, P. – MILGATE, M. – EATWELL, J.: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London: Macmillan Press 1992.
- [14] PAMPHILIS, D.: *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities*. San Diego: Academic Press 2001.
- [15] ROSS, S. A. – WESTERFIELD, R. W. – JORDAN, B. D.: *Essentials of Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill 1996.
- [16] SYNEK, M.: Restrukturalizace a revitalizace českých podniků. In: *Ekonomika firiem 2001*. [Mezinárodní konference.] Svit: Podnikovohospodářská fakulta v Košiciach 2001, s. 672 – 677.
- [17] TETŘEVOVÁ, L.: Long-term Financing and Corporate Bonds in the Czech Republic. *South Asian Journal of Socio-Political Studies*, 2003, č. 2, s. 52 – 54.
- [18] TETŘEVOVÁ, L.: Restructuring of Ownership and Partnership Relations and its Regulation. *Ekonomie a management*, 2003, č. 2, s. 48 – 53.
- [19] TOMÁNEK, J.: *Reengineering a management změn*. Praha: Computer Press 2001.
- [20] TRUNEČEK, J.: Restrukturalizace řízení malých a středních podniků. In: *Ekonomika firiem 2000*. [Mezinárodní konference.] Snina: Podnikovohospodářská fakulta v Košiciach 2000, s. 624 – 632.
- [21] VALACH, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: EKOPRESS 2001.
- [22] VEBER, J. aj.: *Management – základy, prosperita, globalizace*. Praha: Management Press 2000.
- [23] VODÁČEK, L.: Úkoly restrukturalizace českých podniků. *Politická ekonomie*, 46, 1998, č. 5, s. 639 – 647.
- [24] VODÁČEK, L. – VODÁČKOVÁ, O.: *Management – teorie a praxe v informační společnosti*. Praha: Management Press 2001.
- [25] WESTON, J. F. – CHUNG, K. S. – SIU, J. A.: *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. New Jersey: Prentice-Hall 1998.
- [26] Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů.
- [27] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech; ve znění pozdějších předpisů.