

Je-li hodnota plnění, které při splnění oddlužení obdrželi nezajištění věřitelé, nižší než 30 % jejich pohledávek, nebo nedosahuje-li nejnižší hodnotu plnění, na které se tito věřitelé s dlužníkem dohodli, může insolvenční soud po slyšení dlužníka a insolvenčního správce přesto přiznat dlužníku osvobození od placení pohledávek zahrnutých do oddlužení v rozsahu, ve kterém dosud nebyly uspokojeny. Učiní tak jen na návrh dlužníka a za předpokladu, že dlužník prokáže, že požadované hodnoty plnění nebylo dosaženo v důsledku okolností, které nezavinil, a zároveň, že částka, kterou tito věřitelé na uspokojení svých pohledávek dosud obdrželi, není nižší než částka, které by se jim dostalo, kdyby dlužníkův úpadek byl řešen konkurzem.

Osvobození se nedotýká peněžitého trestu nebo jiné majetkové sankce, která byla dlužníku uložena v trestním řízení pro úmyslný trestný čin, a dále pohledávek na náhradu škody způsobené úmyslným porušením právní povinnosti. Osvobození insolvenční soud dlužníku odejme, jestliže na základě návrhu podaného některým z dotčených věřitelů do 3 let od jeho pravomocného přiznání vyjde najevo, že ke schválení oddlužení nebo k přiznání osvobození došlo na základě podvodného jednání dlužníka, anebo že dlužník poskytl zvláštní výhody některým věřitelům; to neplatí, jestliže věřitel, který návrh podal, mohl takovou námitku uplatnit před rozhodnutím o přiznání osvobození dlužníku.

Přiznané osvobození zaniká, byl-li dlužník do 3 let od právní moci rozhodnutí o něm pravomocně odsouzen za úmyslný trestný čin, kterým podstatně ovlivnil schválení nebo provedení oddlužení anebo přiznání osvobození, případně kterým jinak poškodil věřitele. Zánik osvobození se nevztahuje na pohledávky věřitelů, kteří se sami účastnili podvodných jednání s dlužníkem nebo nedovolených výhod; o tom musí být rozhodnuto výrokem usnesení.

Insolvenční soud schválené oddlužení zruší a současně rozhodne o způsobu řešení dlužníkovu úpadku konkurzem, jestliže:

- dlužník neplní podstatné povinnosti podle schváleného způsobu oddlužení, nebo
- se ukáže, že podstatnou část splátkového kalendáře nebude možné splnit, nebo
- v důsledku zaviněného jednání vznikl dlužníku po schválení plánu oddlužení peněžitý závazek po dobu delší 30 dnů po lhůtě splatnosti; má se za to, že dlužník zavinil vznik peněžitého závazku, byl-li k jeho vymožení vůči dlužníku nařízen výkon rozhodnutí nebo exekuce, anebo
- to navrhne dlužník.

2.14.13 Zadlužení domácností ve světě

a) Změna přístupu domácností k zadlužení

Váhavost domácností zadlužovat se byla ve vyspělých zemích vystřídána na konci 40. a v 50. let minulého století velkorysým pohledem na dluh. Ještě v 60. letech zájemce o hypoteční úvěr obvykle navštívil místní banku, kde úvěrový pracovník zpracoval finanční situaci jeho rodiny. Žádost o úvěr byla postoupena výše a během několika týdnů byl srozuměn. Avšak od 70. let se úvěrová politika ve vyspělých zemích rozvolnila a v současné době se běžně dokumentace nezpracovává a úvěry se poskytují na základě statistického zpracování profilu žadatele. **Princip "poznejšího klienta", podle kterého banky předtím postupovaly, padl.** Od té doby banky "řídí úvěrové riziko" statisticky.

Je otázkou, zda pojem "řízení úvěrového rizika" je nyní namístě. Jde totiž spíše o pasivní sledování splácení poskytnutých úvěrů, a nikoli o aktivní řízení úvěrového rizika. Úvěry domácnostem jsou velkovýrobní a rovnou se počítá s tím, že poměrně velká část klientů své dluhy nesplatí (nesplácení však nebude řešit stávající vedení bank, ale některé jiné). Tento podíl s trváním úvěrového vztahu roste a nakonec splácí pouze asi 50 % domácností. Tuto skutečnost banky nerady uveřejňují a zavčas u dlužníků provádějí restrukturalizace dluhů, kdy prodlužují splatnost úvěrů až na několik desítek let. Po takové restrukturalizaci pohledávka banky opticky vypadá jako dobrá pohledávka.

Dluhy domácností rostou ve všech vyspělých zemích. Jsou podporovány politiky, neboť úvěry podněcují vyšší spotřebu, a tedy i hospodářský růst. Je to ale politika, která nemůže trvat věčně. To však politiky nezajímá, neboť politik vidí dopředu stěží na několik měsíců. Jinými slovy, v delším časovém horizontu je ohrožena finanční stabilita společnosti. Dluhy jsou časovaná bomba, která může kdykoli vybuchnout. Dluhové břímě se může stát brzdou budoucího ekonomického růstu. Je nesporné, že **to, co je hnací silou dneška, bude zátěží zítřka.** Podle údajů Eurostatu zadlužení domácností v poměru k HDP bylo na konci roku 2006 v EU nejvyšší v Dánsku (131 %) a následovalo Nizozemí (115 %).

b) USA

Žít na dluh Američany naučil šéf Fedu Alan Greenspan (odešel z funkce na počátku roku 2006 po více než 18 letech). Tím z většiny Američanů učinil chudáky. Americké domácnosti podle údajů Fedu na konci roku 2007 celkem dlužily 14 389 mld. dolarů, přičemž poměr zadlužení amerických domácností a HDP činil 102 %. Jejich dluhy v letech 1999 až 2007 rostly průměrným ročním tempem 10 %, asi třikrát rychleji než HDP. Stále více domácností má problémy se splácením. Američané tradičně více utrácí, než vydělávají, a tudíž se zadlužují. Asi 75 % Američanů žije od výplaty k výplatě. Situace amerických domácností je děsivá.

Katastrofální zadlužení domácností je hlavní příčinou rozvodů a jedním z hlavních motivů sebevražd. Mnoho absolventů vysokých škol v USA opouští školy s dluhy. Jsou zadluženi samotným vysokým školám, finančním institucím, federální vládě a státním a místním vládám. Zadlužení běžně zůstanou do konce života. Vývoj v USA ukazuje na nebezpečí i pro ostatní země.

Za Greenspana vznikl "zázračný finanční systém", založený na tom, že domácnosti díky silně uvolněné úvěrové politice obchodních bank snadno dosáhly na levné úvěry. Díky spotřebitelské náladě USA v letech 1991 – 2001 zažily nejdelší období růstu. Recese, která začala v březnu 2001, byla mělká a trvala jen 8 měsíců. Příznivý vývoj cen nemovitostí, jimiž domácnosti často ručí za své závazky, představoval pro banky velké riziko. To se projevilo v roce 2007 hypoteční krizí. Domácnosti na snížení cen nemovitostí reagovaly omezením spotřebních výdajů. Tak opojení nemovitostmi přispělo k prohlubování finanční nestability v americké ekonomice.

c) Jižní Korea

V roce 1998 se Jižní Korea pokusila nastartovat hospodářství pomocí úvěrových karet. Karty se v Koreji rozdávaly snad všude. Kartami platili i bezdomovci a bylo možné z nich čerpat prakticky neomezené částky. V roce 2002 byla společnost LG Card¹⁹⁴ miláčkem jihokorejské burzy. Lidé kupovali na dluh, prodej jejích úvěrových karet silně rostl a lidé úvěry dobře spláceli. Akcie společnosti se během roku zvýšily téměř o 100 %. Poté v lednu 2004 tato společnost skončila téměř v bankrotu. Odvrátila jej díky státnímu záchrannému plánu (*bailout*), který stál 4,5 mld. dolarů. Na konci roku 2004 dřívější vlastník LG Group souhlasil s pomocí společnosti ve výši 960 mil. dolarů a věřitelé souhlasili s poskytnutím 480 mil. dolarů. Bezstarostné období pro Korejce skončilo. V roce 2004 dosáhly dluhy jihokorejských domácností 75 % HDP. Asi 4 miliony rodin¹⁹⁵ své dluhy nesplácelo déle než 3 měsíce. V zemi se množily sebevraždy, rozvody, lidé se obraceli se žádostmi o pomoc na psychology a psychiatry. Náprava bude trvat jednu generaci. Snadný přístup k penězům byl pro Korejce danajským darem.

d) Evropská unie

Také v zemích EU se zadlužování rodin stalo neúnosné. Podívejme se na **Velkou Británii**. Americké domácnosti podle údajů Eurostatu na konci roku 2007 celkem dlužily 1 409 mld. dolarů, přičemž poměr zadlužení britských domácností a HDP činil **102 %** (stejně jako v USA). Z celkového zadlužení toho hypoteční úvěry

¹⁹⁴ Největší korejská společnost v úvěrových kartách a ve spotřebitelských úvěrech mající téměř 7 mil. klientů.

¹⁹⁵ Jižní Korea má asi 49 mil. obyvatel.

představovaly 1 185 mld. liber. Zbývající dluh 224 mld. liber představovaly dluhy z úvěrových karet, spotřebních úvěrů, splátkových koupí a studentských úvěrů. V průměru tak každý Brit dlužil 23 100 liber. Nejvíce zastoupenou skupinou mezi nesplácejícími dlužníky jsou mladí rodiče. Obvyklým "spouštěcím momentem" neschopnosti splácet bývá narození dítěte a odchod jednoho z rodičů na mateřskou dovolenou. Britové si pořízují na úvěr 60–70 % předmětů dlouhodobé spotřeby do domácnosti (jako jsou například pračky nebo ledničky). Situace ve Velké Británii je velice znepokojivá a neví se, jak pomoci lidem odpoutat se od drogy zvané dluhy.

V roce 2006 vyhlásilo osobní úpadek 70 000 občanů a v roce 2007 se předpokládá úpadek 150 000 Britů. Každé zvýšení úrokové míry britskou centrální bankou vrhalo stále více Britů do platebních potíží. Podíl na této situaci měly britské banky, které léta překrmovaly trh úvěrovými produkty. Mezi předluženými klienty byli tací, kteří od stejné banky dostali až šest úvěrových karet a existují i klienti s 12 úvěrovými kartami. Britové si stále více zvykají na to, že dluhy neplatí a vyhlásí osobní bankrot. Bankrot vyhlásují dokonce studenti po opuštění vysoké školy.

Pravidla osobního úpadku, reformovaná v roce 2004, měla původně pomoci drobným podnikatelům zbavit se po bankrotu stigma ztroskotanců. Předpisy ale nyní využívají zejména fyzické osoby, kteří si nad své poměry dopřávali domy, auta, nábytek a cestování. Předtím měli věřitelé 3 roky na to, aby mohli dluhy vymáhat. Podle nových předpisů musí po 1 roce peníze považovat za nedobytné a banky je musí odepsat. Proto banky rozprostírají závazky do více let. Tak ve Velké Británii vznikl "oddlužovací průmysl". Na internetových stránkách existují slogany poradenských společností, jako "za 30 sekund vás zbavíme dluhů." Přitom za každý takový případ tyto společnosti inkasují 1 000 až 1 500 liber. **Uvolnění pravidel pro vymáhání pohledávek mělo ozdravný dopad na chování britských bank.** Banky poté zpřísnily silně rozmělněná kritéria pro poskytování úvěrů fyzickým osobám.

Ve Velké Británii je příliš jednoduché získat úvěr. I skalní zastánci volného trhu (např. konzervativce lord Griffiths, bývalý šéf Bank of England) jsou toho názoru, že v některých oblastech klienti potřebují určitý stupeň ochrany. A trh s úvěry je jednou z nich. Podle něho by každý Brit měl vědět, že **vzít si úvěr není totéž jako koupit si v obchodě ovoce**. Podle lorda **nejdou vinní dlužníci, ale banky**. Volal proto po nahrazení dosud dobrovolného a nezávazného bankovního kodexu zákonem, který by zakazoval příliš vtíravou reklamu úvěrů a zvýšil průhlednost úrokového zatížení. Finanční sektor představuje pro mladou generaci nástrahu, o kterých by se mělo učit na základních školách. Existují vážné obavy, že nová generace se vzápětí po škole dostane do dluhů, které nikdy nesplatí.

Podle Griffithse dlouhodobě stabilní ekonomické podmínky v Británii (růst HDP od roku 1992 a nízké úrokové míry) přispěly k nynějšímu zadlužení. Navíc britské banky jsou v povážlivém stavu, neboť jejich kapitál je záporný. Tak již po léta

zadlužení britských domácností roste a politici tomu nečinně přihlížejí. Zárok proti "úvěrovým žralokům" politici pouze deklarují. Díky nízkým úrokovým mírám a malé nezaměstnanosti každý měsíc přibývají nové dluhy. Britská ekonomika se doposud vyvíjí v porovnání se zbytkem Evropy kladně především díky vysoké spotřebě generované růstem zadlužení domácností.

Úvěrové karty vhání lidi do dluhové spirály. Právě emitenti karet se lákavými nabídkami a částečně horentními úroky dosahujícími či přesahujícími 20 % přičiňují o to, že se tato spirála točí stále rychleji. Také ve Velké Británii se zvyšuje popularita úvěrů, kdy nakupující nemusejí dokládat svůj příjem (*self cert loans*). Ty tvořily až třetinu nových hypotečních úvěrů poskytnutých v roce 2006. **Čtvrtina dlužníků ani pořádně neví, kolik peněz musí své bance splatit.** Předlužením jsou postiženi především chudé britské domácnosti – a těch je většina.

e) Sekuritizace

Růst zadlužování domácností vyhovoval nejenom bankám, ale i zprostředkovatelům úvěrů, centrálním bankám, politikům a vůbec široké veřejnosti. Regulátoři a dohled přihlíželi. Na první pohled by se mohlo zdát, že banky samy by měly mít zájem na razantním postupu vůči neplatícím dlužníkům. Tak tomu není, neboť takovým razantním postupem by:

- se úvěrová expanze omezila; to by způsobilo pokles poptávky domácností po nemovitostech, zboží a službách, což by vyústilo v ekonomický pokles,
- došlo k vlně exekucí včetně dražeb nemovitostí, což by způsobilo sociální bouře, které by určité vedly k silným protikapitalistickým náladám; hromadné dražby by způsobily propad cen nemovitostí na zlomek dnešní hodnoty; zástavy nemovitostí ve prospěch bank by rázem ztratily hodnotu; nesplácené úvěry by bylo třeba odepsat do nákladů, což by vyústilo v krach bankovního sektoru.

Vyspělé země se snažily zažehnat rozsáhlou finanční krizi doprovázenou značnými sociálními otřesy. V 80. a v 90. letech banky vycházely z následujícího statistického pohledu. Pokud deset lidí splácí s úrokem 10 % nad tržní úrokovou mírou, zaplatí splacení úvěru i za jedenáctého. Protože však tento počet neplatců silně rostl, bylo nutné vymyslet mechanismy převodu úvěrových ztrát z bank na někoho jiného. Snaha se povedla, neboť v USA byla v 90. letech vymyšlena **sekuritizace**. Ta se poté rozšířila do mnoha zemí světa, zejména do Evropy. V principu jde o to, že finanční instituce vyvede špatné úvěry či pouze úvěrové riziko z takových úvěrů na investora či příjemce úvěrového rizika.

Předpokladem použití sekuritizace je, že se bankám podaří oklamat investory do produktů sekuritizace. I to se podařilo. Přestože o koupi produktů sekuritizací rozhodují v penzijních fondech, v životních pojišťovnách a v podílových fondech i lidé s matematickým vzděláním (lidi s ekonomickým vzděláním lze snadno okla-

mat), přesto takové produkty s malou vnitřní hodnotou kupují za obrovské částky. Tak se podařilo úvěrové ztráty přenést na penzijní fondy, životní pojišťovny a podílové fondy, které ztráty dále přenesly na penzisty, účastníky životního pojištění a investory do podílových fondů. Velkolepý mechanismus funguje dokonce i v současné době, přestože mnoho investorů již procitlo a zjistilo, že sekuritizace je obrovský podvod. Tento podvod získal všeobecnou podporu.

I když metody sekuritizace jsou neobyčejně různorodé, cíl zůstává stejný, a to očistit rozvahu dané banky od špatných úvěrů a nepřiznat ztráty. Banky vyspělých zemí si tak průběžně vylepšují své hospodářské výsledky na úkor penzijních fondů, životních pojišťoven a podílových fondů. Ve vyspělých zemích regulátoři a bankovní dohledy tomuto přesouvání ztrát na penzisty, účastníky životního pojištění a investory do podílových fondů nejenom nečinně přihlížejí ale dokonce podporují. Penzisté, účastníci životního pojištění a investoři do podílových fondů přijdou zkrátka a zdaleka nedostanou to, co do penzijních fondů, životních pojišťoven a podílových fondů vložili.

2.14.14 Úvěrové registry

Úvěrový registr (*central loan register*) je databáze, jejíž prostřednictvím si banky (či jiné instituce) mezi sebou vyměňují pozitivní i negativní informace o objemu úvěrů dlužníků, o platební morálce dlužníků apod. Tedy, zda klient své dluhy splácí včas a v plné výši nebo nikoli. Tyto informace umožňují bankám zabránit tomu, aby si dlužník půjčil u jedné banky, nesplatil úvěr a znovu si půjčil u banky jiné. Banka pro schvalování úvěru sice může požadovat bankovní informaci o klientovi od jeho předchozí banky, ale tyto informace s odvoláním na zachování bankovního tajemství (hlavně však v zájmu uchování informací pro sebe) mívají malou vypovídací schopnost. Dále úvěrové registry umožňují bankám vyloučit poskytnutí úvěru osobě, která v minulosti u jiné banky úvěr nesplatila.

Úvěrové registry chrání nejenom potenciální věřitele, ale i potenciální dlužníky. Pokud se dlužníci dostanou do problémů se splácením jednoho úvěru, znemožní jim registry, aby jim jiná instituce poskytla další úvěr, čímž by se jejich situace ještě více zkomplikovala. Některé společnosti se na minulost klienta vůbec neptají. Například Provident Financial, Profireal nebo Cofidis půjčí téměř každému bez problémů, ale za vysoký úrok. V České republice nyní funguje pět registrů dlužníků.

Rozhodujícím registrem v České republice je **centrální registr úvěrů** (CRÚ) České národní banky. Zpracování úvěrových informací v informační databázi ČNB a sdílení těchto informací vymezeným okruhem účastníků CRÚ se opírá o ustanovení zákona č. 21/1992 Sb., o bankách. Podrobná pravidla přístupu účastníků CRÚ k informacím stanovuje vyhláška ČNB č. 164/2003 Sb., o podmínkách přístupu k informacím v informační databázi ČNB.

CRÚ je informační systém, který soustřeďuje informace o úvěrových závazcích fyzických osob podnikatelů a právnických osob (s výjimkou bank a poboček zahraničních bank) a umožňuje operační výměnu těchto informací mezi účastníky CRÚ. Provoz CRÚ byl zahájen 1. listopadu 2002. Evidovány jsou pohledávky rezidentů i nerezidentů. Vzhledem k uvedenému zaměření nejsou v databázi CRÚ evidovány spotřební úvěry fyzických osob, hypoteční úvěry fyzických osob, ručení klientů, údaje o vkladových účtech (běžné účty bez povoleného debetu, spořicí a termínové účty). Účastníkem CRÚ jsou všechny banky a pobočky zahraničních bank, působící na území České republiky.

Povinností účastníka CRÚ je provádění pravidelné měsíční aktualizace databáze CRÚ. Přístup k informacím je umožněn jednotlivým účastníkům a České národní bance v rozsahu potřebném pro zajištění provozu CRÚ. Sdílení informací o závazcích a platební morálce klientů rozšiřuje okruh nástrojů využitelných v oblasti řízení úvěrového rizika. Předpoklad pozitivního působení na snižování podílu rizikových pohledávek v bankovním sektoru České republiky a zkušenosti z dlouhodobého provozování obdobných úvěrových registrů v zahraničí, zejména v EU, byly základním důvodem pro realizaci projektu CRÚ. Aplikace CRÚ je založena na využití moderních informačních technologií a splňuje přísné požadavky v oblasti bezpečnosti dat.

Předmětem povinné registrace v CRÚ jsou současné a potenciální závazky klientů zahrnující úvěrové riziko bez ohledu na velikost pohledávky účastníka CRÚ (s výjimkou u debetů na běžných účtech):

- čerpané úvěry, včetně kontokorentních,
- debety na běžných účtech nad stanovený limit (2 000 Kč),
- nečerpané úvěrové rámce a přísliby,
- vydané záruky,
- úvěrové ekvivalenty vybraných podrozvahových pohledávek.

Obsah databáze CRÚ:

- identifikační údaje o klientech (právní forma, IČO, název, adresa sídla, země, ekonomický sektor atd.),
- identifikační údaje pohledávky (číslo pohledávky, datum vzniku a splatnosti pohledávky, typ a další věcné specifikace pohledávky, stav pohledávky),
- hodnoty pohledávky (celková výše pohledávky / rámce, aktuální zůstatek pohledávky, jistina po splatnosti, úroky a poplatky po splatnosti, počet dnů po splatnosti),
- další proměnné vztahující se k pohledávce (měna pohledávky, druhy zajištění pohledávky, odvětvová klasifikace pohledávky).

Databáze CRÚ je měsíčně aktualizována.

Účastníkům CRÚ je umožněn přístup k:

- celkovému úvěrovému zatížení klientů (informacím o souhrnu závazků jednotlivých klientů vůči subjektům bankovního sektoru České republiky),

což jsou souhrnné hodnoty úvěrových pohledávek za klienty, včetně dluhu po splatnosti, v členění podle typu pohledávek; agregovaná podoba poskytnuté informace vylučuje možnost lokalizace závazků daného dlužníka ve vztahu ke konkrétním účastníkům CRÚ,

- databázi informací poskytnutých do CRÚ, což jsou všechny vlastní údaje, které příslušný účastník CRÚ do databáze vložil.

K dispozici jsou informace o aktuálním stavu i historii záznamů v databázi CRÚ. Za předpokladu dodržení předepsaných podmínek pro přístup k informacím CRÚ mohou účastníci CRÚ provádět denní online dotazy na nové, resp. stávající klienty. Přehled údajů o úvěrovém zatížení všech vlastních klientů je účastníkům CRÚ k dispozici jako pravidelný měsíční výstup.

CRÚ zahrnuje údaje podléhající bankovnímu tajemství. Poskytnutí údajů z databáze zákonem daným účastníkům CRÚ není porušením bankovního tajemství, účastník CRÚ je však povinen k údajům o klientech jiného účastníka získaným z informační databáze CRÚ přistupovat tak, jako by šlo o údaje o jeho vlastních klientech. V souladu se zákonem o bankách má klient, o němž jsou v CRÚ vedeny příslušné informace, právo požádat o pořízení výpisu z registru. Na konci roku 2007 CRÚ evidoval asi 350 000 dlužníků. Připravuje se evidence nedoplatek veřejných rozpočtů, jako jsou nedoplatky na daních, sociálního i zdravotního pojištění, dluhy na soudních poplatcích, elektronickém mýtném atd.

Bankovní registr klientských informací (BRKI, *Czech banking credit bureau*, CBCB) zahrnuje téměř 100 % drobného bankovního trhu s úvěry. Obsahuje informace o fyzických osobách včetně fyzických osobách-podnikatelích, které mají nebo měly úvěr u banky nebo stavební spořitelny. Na konci roku 2007 bylo v BRKI evidováno 11,9 úvěrových smluv 4,7 milionu dlužníků a celkovém objemu 827 mld. Kč. Z hlediska počtu byly nejvíce zastoupeny spotřební úvěry, následovaly kontokorenty a poté úvěry ze stavebního spoření. Z hlediska objemu úvěru bylo nejvíce hypotečních úvěrů a úvěrů ze stavebního spoření. Registr zaznamenává historii splácení úvěrů i problémy se splátkami. Jeho uživateli jsou všechny významné banky, které v České republice působí. Jsou do něj zařazeni klienti, kteří čerpají nebo čerpali úvěr, bez ohledu na to, zda splácejí v pořádku nebo mají problémy. Schraňují se zde pozitivní i negativní informace. Registr vznikl v roce 2002. Registr spravuje společnost CCB-Czech Credit Bureau, a.s. Jediným akcionářem společnosti je italská společnost GRIF S.P.A.

Nebankovní registr klientských informací (NRKI, *Leasing and loan credit bureau*, LLCB) zaznamenává údaje ze splátkových a úvěrových společností včetně leasingových společností. Na konci roku 2007 bylo v NRKI evidováno 1,7 úvěrových smluv 1,1 milionu dlužníků o celkovém objemu 200 mld. Kč. Nejčastějším druhem úvěru byly účelové spotřební úvěry, finanční leasing a splátkové úvěrové karty. Registr se týká fyzických i právnických osob. Jeho uživateli jsou zejména

leasingové a splátkové společnosti. Zakládajícími členy byly ČSOB Leasing, CAC Leasing, CCB-Finance, GE Money Multiservis, GE Money Auto, ŠkoFIN, Leasing České spořitelny a Autoleasing. Zatímco v případě bankovního registru zákon nepožaduje souhlas klienta, u nebankovního registru musí každý dlužník se zanesením svého jména do něj písemně souhlasit. Podniky již proto při uzavírání nových smluv souhlasy od klientů sbírají. LLCB vznikl v roce 2004 a jsou v něm informace o splácených i nesplácených úvěrech. Registr spravuje společnost CCB-Czech Credit Bureau, a.s. Jediným akcionářem společnosti je italská společnost GRIF S.P.A.

V registru bankovních a nebankovních informací jsou kromě jména, rodného čísla a adresy také základní informace o platební morálce dlužníka. Jedná se o počet existujících úvěrových smluv (včetně úvěrových karet), výše jednotlivých úvěrů a splátek, historie splácení těchto závazků a zajištění závazků. Registr také obsahuje údaje o tom, zda dlužník právě žádá o nějaký úvěr. Členové registru aktualizují data jednou měsíčně.

V roce 2005 byla zahájena vzájemná výměna informací mezi bankovním a nebankovním registrem klientských informací. Banky i splátkové a leasingové společnosti mohou posuzovat úvěrovou historii klienta kompletně. To znamená, že banky mohou se souhlasem klienta zjišťovat jeho závazky vůči leasingovým a splátkovým společnostem a naopak. Vzájemná výměna informací funguje tak, že finanční instituce, u níž klient žádá o nějaký úvěrový produkt, získá kromě údajů z registru, kterého je členem, i údaje z druhého registru na základě podepsané smlouvy o vzájemné výměně údajů, a zjistí tak klientovu úvěrovou historii. Tento dotaz do obou registrů je však podmíněn dvojím souhlasem klienta. Klient musí souhlasit, aby údaje o jeho úvěrových produktech byly v registru, a aby se společnost z druhého registru mohla na něho dotázat.

SOLUS je zájmové sdružení právnických osob na ochranu leasingu, úvěrů a dalších vybraných služeb. "SOLUS" vznikl složením počátečních písmen z původního názvu: Sdružení na ochranu leasingu a úvěrů spotřebitelům. SOLUS soustřeďuje údaje o neplátcích klientech splátkových společností, mobilních operátorů a některých bank. V registru jsou klienti, kteří se dostali do prodlení se splácením více než 90 dnů. K zařazení do registru poskytuje klient informovaný souhlas. Záznam o dlužníkovi je vymazán tři roky poté, co uhradí své závazky. Zájmové sdružení vzniklo v roce 1999. Na konci roku 2007 bylo v registru evidováno 0,58 milionu dlužníků s celkovými pohledávkami po splatnosti 11,3 mld. Kč. Tehdy sdružení mělo 25 členů (13 leasingových a splátkových společností, 7 bank, 3 mobilní operátoři, společnost E.ON a kabelová televize UPC). Právo nahlédnout do seznamu a ověřit záznam mají pouze členské společnosti tohoto sdružení.

Centrální registr dlužníků České republiky (CERD ČR) je přístupný všem podnikatelským subjektům včetně bank a leasingových společností. Rejstřík obsahuje data o právnických osobách, které nehradí včas své závazky. Ty jsou zařazeny na návrh věřitele i bez souhlasu dlužníka. Po uhrazení pohledávky je k záznamu poznamenáno, že dluh již netrvá, samotný záznam je však vymazán až na žádost věřitele. CERD ČR provozuje soukromá společnost CERD ČR spol. s r.o., jejímž jediným společníkem je americká společnost Westover Annex.

2.14.15 Lichva

Již ve starověku se peníze půjčovaly s úroky. Podle Písma svatého pro křesťanství bylo úročení nepřijatelné. Lichvářství se trestalo vyloučením z církve, propadnutím majetku a smrtí. V některých případech však Židé měli lichevní monopol. Avšak postupně byl zákaz úročení ve všech zemích Evropy překonán. Například cenný papír byl prodán za cenu nižší než byla jeho jmenovitá hodnota a rozdíl představoval úrok či směnka zněla na částku vyšší, než kolik se půjčilo. V novém úročeném prostředí bývala předepsána maximální úroková míra (6 až 10 % ročně). Na konci středověku v severní Itálii obchodníci poskytovali lombardní úvěry, tj. krátkodobé úvěry s vysokou úrokovou mírou a jistěné movitým majetkem.

Lichva (*usury*) spočívá v půjčení peněz za enormně vysoký úrok. Lichva běžně bývá začátkem úvěrové spirály. Jeden úvěr je nahrazen novým (vyšším) úvěrem, který pokrývá jistinu a úroky předchozího úvěru. Obecně platí, pokud dlužník nezvládl splatit první úvěr, nezvládne splatit ani další (vyšší) úvěr. Lichvář si běžně úvěrové riziko zajišťuje zástavou (např. nemovitostí) či přijímáním zajištění. V některých případech vyvíjí na dlužníka neúnosný tlak. Lichva vytváří mezi lichvářem a dlužníkem ekonomické vazalství. Chudoba dlužníka se silně zvyšuje a naopak bohatství lichváře se ve stejné míře zvyšuje. Český právní řád řeší problém lichvy (příklad 2.44). Přesto v roce 2005 bylo za lichvu odsouzeno pouze 7 lidí a v roce 2005 jen 6 lidí. Všichni dostali nízké tresty. Politická podpora postihů za lichvu v České republice neexistuje.

Podle **občanského zákoníku** neplatný je právní úkon, který svým obsahem nebo účelem odporuje zákonu nebo jej obchází anebo se přiči dobrým mravům. Účastník, který uzavřel smlouvu v tísní za nápadně nevýhodných podmínek, má právo od smlouvy odstoupit.

Podle **trestního zákona** (příklad 2.44), kdo zneužívá něčí tísně, nezkušenosti nebo rozumové slabosti nebo něčího rozrušení, dá sobě nebo jinému poskytnout nebo slíbit plnění, jehož hodnota je k hodnotě vzájemného plnění v hrubém nepoměru, nebo kdo takovou pohledávku uplatní nebo v úmyslu uplatnit ji na sebe převede, bude potrestán odnětím svobody až na dvě léta nebo peněžitým trestem.

Příklad 2.44 Lichva v českém zákonodárství**Občanský zákoník****§ 3**

(1) Výkon práv a povinností vyplývajících z občanskoprávních vztahů nesmí bez právního důvodu zasahovat do práv a oprávněných zájmů jiných a nesmí být v rozporu s dobrými mravy.

(2) Fyzické a právnické osoby, státní orgány a orgány místní samosprávy dbají o to, aby nedocházelo k ohrožování a porušování lidských práv z občanskoprávních vztahů a aby případné rozpory mezi účastníky byly odstraněny především jejich dohodou.

§ 39

Neplatný je právní úkon, který svým obsahem nebo účelem odporuje zákonu nebo jej obchází anebo se přiči dobrým mravům.

§ 49

Účastník, který uzavřel smlouvu v tísni za nápadně nevýhodných podmínek, má právo od smlouvy odstoupit.

Obchodní zákoník**§ 267 odst. 2)**

Ve vztazích upravených tímto zákonem neplatí ustanovení § 49 občanského zákoníku.

Trestní zákon**§ 253****Lichva**

(1) Kdo zneužívá něčí tísně, nezkušenosti nebo rozumové slabosti nebo něčího rozrušení, dá sobě nebo jinému poskytnout nebo slíbit plnění, jehož hodnota je k hodnotě vzájemného plnění v hrubém nepoměru, nebo kdo takovou pohledávku uplatní nebo v úmyslu uplatnit ji na sebe převede, bude potrestán odnětím svobody až na dvě léta nebo peněžitým trestem.

(2) Odnětím svobody na šest měsíců až pět let bude pachatel potrestán, získá-li činem uvedeným v odstavci 1 značný prospěch.

Uvedeme dva judikáty Nejvyššího soudu ČR týkající se lichvy. Řešení otázky, za jakých podmínek je při půjčce dohoda o úrocích v rozporu s dobrými mravy, je v **rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 15. prosince 2004** (sp. zn. 21 Cdo 1484/20). Dovolatel se domáhal přezkumu rozhodnutí soudů prvního a druhého stupně. Navrhoval, aby soudy prohlásily za neplatné smlouvy o půjčce, ve kterých se zavázal vrátit věřiteli půjčenou částku s 5% měsíčním úrokem (tj. s ročním úrokem 60 %). Uvedl, že smlouvy uzavřel v tísni odpovídající jeho tehdejší finanční situaci, kdy nezbytně potřeboval peníze do svého podnikání, aby se nedostal do úpadku. Podle něho výše úroků z půjčky byla nepřiměřeně vysoká a podstatným způsobem převyšovala obvyklou úrokovou míru, za kterou banky poskytují půjčky či úvěry. Dovolatel považoval uzavřené smlouvy za neplatné ve smyslu § 39 občanského zákoníku (rozpor s dobrými mravy) a podle § 3 občanského zákoníku (výkon práva v rozporu s dobrými mravy).

Nejvyšší soud ČR se neztotožnil s rozhodnutím nižších soudů a prohlásil danou smlouvu o půjčce za částečně neplatnou (neplatnou, pokud jde o výši úroků) z dů-

vodu rozporu s dobrými mravy. Podle soudu smlouva neodpovídala obecně uznávaným pravidlům chování a vzájemným vztahům mezi lidmi. **Za nepřiměřenou, tj. odporující dobrým mravům, je zpravidla taková výše úroků, která podstatně převyšuje úrokovou míru v době jejich sjednání obvyklou, stanovenou zejména s přihlédnutím k nejvyšším úrokovým mírám uplatňovaným bankami při poskytování úvěrů nebo půjček.** Naopak soud prvního stupně a soud odvolací předtím usoudili, že 4násobný úrok proti tehdy obvyklému úroku u bank byl v souladu s dobrými mravy.

Nejvyšší soud ČR uvedl, že i když občanský zákoník a ani jiné právní předpisy explicitně nestanoví, do jaké výše lze sjednat úroky, nelze z toho dovozovat, že výše úroků závisí pouze na dohodě stran smlouvy o peněžitě půjčce, tj. že výše úroků nepodléhá žádnému omezení. Podle Nejvyššího soudu nepřiměřené smluvní úroky současně naplňují skutkovou podstatu trestného činu lichvy, pokud jde o plnění, jehož hodnota je k hodnotě vzájemného plnění v hrubém nepoměru, a pokud věřitel zneužije tísně, nezkušenosti, rozumové slabosti nebo rozrušení dlužníka.

Podle Nejvyššího soudu ČR ustanovení § 3 odst 1 občanského zákoníku je relativně neurčitou právní normou a aplikace ustanovení závisí v každém konkrétním případě na úvaze soudu. Nejvyšší soud řešil i otázku tísně při uzavírání smlouvy. Uvedl, že dovolatel při uzavírání smluv o půjčce pravděpodobně jednal v tíživé situaci (i když nemusela dosáhnout intenzity vyžadované pro naplnění skutkové podstaty lichvy podle § 253 trestního zákona), která způsobila, že souhlasil se sjednáním úroků z půjčené částky ve výši 5 % měsíčně.

Druhým judikátem je **rozhodnutí Nejvyššího soudu ČR ze dne 12. ledna 2005** (sp. zn. 5 Tdo 1282/2004). V tomto případě Nejvyšší soud řešil trestněprávní věc, kdy věřitel půjčoval peníze s ročním úrokem 70 až 200 %, přičemž s dlužníky současně se smlouvami o půjčce uzavíral také kupní smlouvy na jejich nemovitosti. Soudy první a druhé instance shledaly věřitele vinným trestným činem lichvy. Obviněný podal dovolání k Nejvyššímu soudu ČR. Nejvyšší soud mu vyhověl, s tím, že soudy nespecifikovaly povahu tísně, nezkušenosti, rozumové slabosti nebo rozrušení klientů, což je pro naplnění skutkové podstaty trestného činu lichvy nezbytné. Případ je relevantní i pro otázku neplatnosti smlouvy o půjčce z důvodu rozporu s dobrými mravy.

Podle Nejvyššího soudu ČR existuje u úroků určitá hranice mezi běžnou podnikatelskou činností a lichvou. Hranicí je hrubý nepoměr mezi vzájemnými plněními pachatele a poškozeného ve smyslu § 253 trestního zákona. Za takový nepoměr je roční úrok 70 % a více. K naplnění skutkové podstaty trestného činu lichvy je nutné, aby věřitel ještě využil tísně, nezkušenosti, rozumové slabosti či rozrušení dlužníka. V dovolání obviněný argumentoval, že půjčoval peníze i takovým klientům, kterým nikdo jiný již nebyl ochoten půjčit. Potom riziko musel kompenzovat vyšším úrokem. Tyto námitky obviněného Nejvyšší soud neakceptoval.

2.15 Zadlužení podniků

Poptávka podniků po úvěrech souvisí mimo jiné s bezbřehým **optimismem** osob ve vedení podniků o jejich budoucí finanční situaci. Podniky (stejně jako domácnosti) běžně nejsou schopny realisticky posoudit své vyhlídky, a jejich poptávka po úvěrech je značně vysoká a málo citlivá na výši úrokových měr. Na druhé straně ani banky nejsou schopny reálně posoudit budoucnost podniků a laxně jim poskytují úvěry. Velké podniky požívají výhod nízkých úrokových měr, neboť u nich úroková míra u přijatých úvěrů klesla až na úroveň mezibankovní úrokové míry.

2.15.1 Durace dluhu

Podle obecného pravidla je pro dlužníka výhodná krátká durace přijatého úvěru. Proto **dobře řízené podniky** se běžně zadlužují:

- dluhovými nástroji s proměnnou úrokovou mírou, tj. přijímají úvěry s proměnnou úrokovou mírou (např. 6M PRIBOR + 0,10 %); je-li splatnost dluhového nástroje velká, potom je refinanční riziko malé¹⁹⁶, nebo
- rolují dluhy s velice krátkou splatností; k takovému rolování úvěrů se používají komerční papíry; v tomto případě existuje refinanční riziko.

Naopak **špatně řízené podniky** se zadlužují tak, že se zadlužují dluhy s pevnou úrokovou mírou. Nejhuře řízené podniky:

- zadluží se sice dluhem s proměnnou úrokovou mírou, ale
- dluh s proměnnou úrokovou mírou přetočí na dluh s pevnou úrokovou mírou prostřednictvím úrokových derivátů – například prostřednictvím úrokového swapu, u kterého přijímají úroky odvozené od proměnné úrokové míry a poskytují úroky odvozené od pevné úrokové míry.

Tato situace představuje pro daný podnik doslova ekonomický zločin. Balíček představuje dluh s pevnou úrokovou mírou, a to s vyšší pevnou úrokovou mírou, než v případě, že by se podnik přímo zadlužil dluhem s pevnou úrokovou mírou. V tomto případě je v zájmu vlastníků podniku, aby okamžitě propustili odpovědné pracovníky, běžně finančního ředitele, a případně zahájili proti nim trestní řízení. Není výjimkou, že takto špatně řízený podnik končí úpadkem.

2.15.2 Zadlužení malých a středních podniků

Malé a střední podniky se odlišují od velkých podniků ve třech směrech. Za prvé, je u nich vyšší pravděpodobnost bankrotu. Čím větší je podnik, tím menší je

¹⁹⁶ Jedná se o riziko ztráty v případě, že by podnik nebyl schopný pokrýt za přiměřené náklady své potřeby financování, tj. rolovat svůj dluh.

pravděpodobnost bankrotu. Za druhé, u malých podniků je větší nejistota, neboť mají obvykle nepravidelné peněžní toky a jsou citlivější na změny ekonomických podmínek. Vyšší výnosy přitahují ale investory. Problémem je měření rizika. Mnoho malých podniků je zcela nových, mají krátkou historii a méně požadavků na zveřejňování (*disclosure*). Potom jakýkoli úsudek o velikosti rizika je nutně subjektivní. Za třetí výkonnost malých podniků více kolísá. Jsou málo diverzifikovány, neboť vyrábí malý rozsah zboží a služeb. Hlavním zdrojem financování jsou obvykle bankovní úvěry. Jestliže trh identifikuje potenciálně úspěšný podnik, potom se tento podnik stává lukrativní pro investory. S tím, jak expanduje, roste potřeba vyrábět další výrobky a poskytovat služby a vzniká potřeba kotace na burze.

Rizikový kapitál (*venture capital*) se používá k nastartování a expanzi nekotovaných podniků. Často se jedná o koupi podniků (*buyout*), kdy rizikový kapitál neslouží přímo malým podnikům, ale ke změnám ve vlastnictví a k pokračování obchodní aktivity. Koupě podniků manažery byly velice populární v 80. letech. Oddělení vedení podniků od akcionářů (vlastníků) podniků je stále předmětem ekonomického výzkumu. Jde o problém principála a agenta (*principal-agent problem*). Vlastníci podniku jsou principály a manažeři agenty.

Mezaninové financování (*mezzanine finance*) je nezajištěný dluh (*unsecured debt*) či akcie nabízející vysoké výnosy při vysokém riziku. Je zařazen mezi zajištěný dluh (*secured debt*), kterým běžně bývá bankovní úvěr, a akcie. Stojí o patro výš než kapitál, ale o patro níž než klasický dluh. Tedy v mezipatře (mezaninu). I když běžně nebývá vůbec zajištěn, někdy je zajištěn pouze jako druhý či třetí v pořadí. Akcionáři neztratí kontrolu nad společností. Mezaninová věřitelé půjčí jen tehdy, pokud obchodní plány kupujícího jsou smysluplné. Např. jednotka má zájem koupit svého konkurenta. Cena koupě za akcie konkurenta je 1 000 Kč. Jednotka má vlastních pouze 200 Kč a dalších 400 Kč jsou ochotné půjčit banky proti zajištění. Do většího rizika banky jít nechtějí. Zbylých 400 Kč může půjčit investor, který je ochotný přijmout větší riziko, a to formou mezaninového financování.

Aby se mezaninový dluh učinil atraktivnější pro investory, může být k němu připojeno tzv. akciové nakopnutí. **Akciové nakopnutí** (*equity kicker*) je opce na koupi akcií připojená k emisi nových dluhopisů či akcií, přičemž tyto dluhopisy či akcie jsou soukromě umístěny. Běžně se používá u pákových akvizic (*leveraged acquisitions*) a manažerských koupí (*management buyouts*). **Akciové sladidlo** (*equity sweetener*) je akciová opce na koupi akcií připojená k nové emisi akcií.

2.15.3 Zadlužení velkých podniků

Bonitných velkých podniků je málo a banky je úvěrují za úrokové míry, které pouze o několik bazických bodů převyšují úrokovou míru mezibankovního trhu (např. PRIBOR, LIBOR). Dluhopisy emitují za podobné úrokové míry. Pro drobné

klienty jsou podnikové dluhopisy těžko dosažitelné, protože se většinou prodávají ve velkých objemech. Uvedme některé příklady.

V srpnu 2005 společnost **Procter & Gamble** oznámila, že si půjčí 24 mld. dolarů, což byl největší úvěr poskytnutý americké společnosti od roku 2000, kdy si AT&T Corp. půjčila 25 mld. dolarů. Peníze měly být částečně použity na koupi vlastních akcií a akcií společnosti Gillette. P&G měla získat Gillette v průběhu podzimu 2005 a oznámila, že poté v průběhu 12 až 18 měsíců koupí akcie v hodnotě 18 až 22 mld. dolarů. Zbytek peněz měl být ponechán stranou pro financování chodu společnosti. Skupinu úvěrujících bank vedla Citigroup. Cena úvěru s proměnnou úrokovou mírou byla stanovena na úrovni 10 bazických bodů nad úrokovou míru LIBOR. Od svého štěpení v červnu 2004 akcie P&G oscillovaly v pásmu 51 až 57 dolarů za akcii. Naproti tomu akcie Gillette posílily během let 2004 a 2005 o více než 80 %, přičemž zaznamenaly více než 10% růst v reakci na oznámení o převzetí společností P&G.

Dne 28. srpna 2004 česká energetická společnost **ČEZ** prodala 7leté dluhopisy v objemu 400 mil. eur. Dluhopisy mají kupónovou míru 4,625 % a investoři je získali za 99,602 % jmenovité hodnoty. Uspořádáním emise byly pověřeny společnosti BNP Paribas a Merrill Lynch. Hodnotící agentura Standard & Poor's Ratings Services přidělila emisi dluhopisů známku BBB+ a agentura Moody's Investors Service známku Baa1. Emisi vydala společnost CEZ FINANCE B.V. a mateřská společnost ji zcela zaručila. ČEZ emitoval dluhopisy kvůli svým globálním potřebám, neboť stál před akvizicemi na Slovensku a v Bulharsku.

V říjnu 2006 společnost **ČEZ** prodala 7leté dluhopisy v hodnotě 500 milionů eur. Oznámily to banky Deutsche Bank a SG CIB, které emisi řídily. Výnosy z dluhopisu měly být zčásti použity k refinancování dluhu ČEZ a zbytek měl jít na všeobecné potřeby společnosti. Hodnotící agentura Moody's tehdy hodnotila ČEZ známkou A2, jeden stupeň nad hodnocením konkurenční Standard & Poor's. Emise byla prodána za 99,209 % jmenovité hodnoty při kupónové míře 4,125 %. Znamená to, že její výnosnost byla stanovena 0,41 % nad střední úrovní úrokových swapů.

V červenci 2006 loterijní společnost **Sazka** nahradila 10leté dluhopisy v objemu 175 mil. eur za nové 15leté dluhopisy v objemu 215 mil. eur. Novou emisi schválili akcionáři Sazky (občanské sdružení působící v oblasti tělovýchovy a sportu). Sazka vyměnila původní dluhopisy za dluhopisy dlouhodobější s vyšší výnosností. Tím se zvýšily úrokové náklady Sazky. Výměny se zúčastnilo 99,2 % majitelů dluhopisů. Dluhopisy se prodávaly za 99,402 % jmenovité hodnoty a kupónová míra byla stanovena na 9 %. Peníze z původních dluhopisů vydaných v roce 2004 využila společnost ke stavbě víceúčelové haly Sazka Arena. Ta stála přibližně 8 mld. Kč. Původní dluhopisy měly kupónovou míru 7 %. Od vlastníků, kteří o výměnu dluhopisů za nové neměli zájem, Sazka původní dluhopisy koupila. Nové dluhopisy byly dosti drahé.

Sazka Arena nevynášela tolik, kolik si vlastníci Sazky slibovali. V polovině roku 2006 agentura S&P snížila hodnocení Sazky na B. Přitom ještě na počátku března 2006 dluhopisy Sazky byly hodnoceny BB- a v polovině března 2006 se hodnocení snížilo na B+. Pro Sazku toto přehodnocení důvěryhodnosti znamenalo, že musela na nové emisi dluhopisů nabídnout asi o 0,5 % vyšší úrokovou míru. Staré dluhopisy vynášely v květnu 2006 asi 7,4 %. Hala byla totiž obtížně financovatelná. Sazka původně ambiciózně předpokládala, že halu splatí starými dluhopisy. Prodloužení splatnosti a zvýšení kupónové míry znamenalo, že na splátkách haly za původních 6 mld. Kč zaplatí Sazka v konečném součtu 15 mld. Kč. U původních dluhopisů vycházely celkové náklady na 10 mld. Kč. Přefinancování organizovaly stejně jako první emisi Credit Suisse First Boston a Penta Finance.

V roce 2006 vydala dluhopisy za 3 mld. Kč splátková společnost **Home Credit**, která patří finanční skupině PPF. V roce 2007 **ČEZ** vydal 3leté dluhopisy o hodnotě 7 mld. Kč, a to na koupi vlastních akcií. Tak se financování ČEZ kapitálem částečně vyměnilo za financování dluhem. Kromě dluhopisů v Kč společnost spustila i eurodluhopisový program, ve kterém v roce 2007 emitovala 5leté dluhopisy v objemu 500 mil. eur a v roce 2008 emitovala 6leté dluhopisy v objemu 600 mil. eur. V březnu 2007 přišly s novými dluhopisy obě realitní společnosti z pražské burzy, ECM a Orco. **ECM** za ně utržila 1 mld. Kč, konkurenční společnost **Orco** 175 mil. eur. Na začátku května 2007 se dluhopisy v celkové hodnotě 300 mil. eur rozhodla vydat společnost **New World Resources**, která je 100% vlastníkem největší české černouhelné společnosti OKD.

Nadnárodní společnosti, které působí v ČR, si často berou vysoké úvěry v zahraničí a nikoli u tuzemských bank. Místní banky jim totiž nenabízejí takové podmínky jako zahraniční. Rozhodující je výše úrokových měr. Velké podniky dokáží získat díky vysoké bonitě mateřské společnosti výhodné podmínky. Místní banky tak přicházejí o výhodné obchody. Na velké projekty potřebují společnosti často několik miliard korun. Například developerská společnost Skanska Property ČR úvěry v řádu miliard korun čerpá od centrály ve Švédsku. Ta čerpá úvěry od bank po celé Evropě. Stejný přístup k financování mají jiné nadnárodní společnosti působící v České republice. Miliardové úvěry české banky obvykle poskytují jako **syndikované úvěry**, kdy se na poskytnutí úvěru podílí několik bank. Takových úvěrů je však v ČR pouze několik. Avšak syndikované úvěry přinášejí pro řadu společností příliš mnoho komplikací a úvěr ze zahraničí je pro ně výhodnější.

Zahraniční banky zvýšily v posledních několika letech poskytování úvěrů do zemí střední a východní Evropy. V České republice vzrostla především aktivita francouzských bank. Ty zvýšily úvěry pro české subjekty v české měně a celková hodnota těchto úvěrů dosáhla v roce 2005 asi 500 mld. Kč, což bylo asi 25 % všech zahraničních úvěrů v České republice.

2.16 Zadlužení veřejných institucí

Stát a jiné veřejné instituce na rozdíl od domácností a podniků se mohou zadlužovat prakticky do nekonečna. Veřejné instituce jsou totiž věčné. Daně je možné kdykoliv zvýšit, a tím dluh snížit či jej zcela splatit. Ještě před několika desítkami let bylo nepředstavitelné, aby se stát zadlužil do výše 100 % HDP. Nyní je to v mnoha vyspělých zemích běžné a nikdo se nad tím nepozastavuje. Zadlužení veřejných institucí je otázkou víry a investoři veřejným institucím věří. Zadluženost veřejných institucí v některých vyspělých zemích stále roste a bude růst i nadále.

Nelze vyloučit, že zadluženost USA v roce 2050 bude 200 až 250 % HDP a že Japonsko bude mít dluh asi 700 % HDP. Naopak u jiných zemí se podařilo další zadlužování zkrotit. Skutečně, dluh ve většině zemí EU již neroste či roste mírně. Je to do značné míry výsledek tvrdého boje proti korupci v zemích EU. Přes obecný růst zadlužení veřejných institucí ve většině zemí úvěrová hodnocení těchto zemí od hodnotících agentur zůstanou neměnná. Největší hodnotící agentury totiž podléhají vládě USA, která svým tlakem na agentury nikdy nepřipustí pokles dluhu USA na spekulacní stupeň. Hodnocení veřejného dluhu je zcela subjektivní a podléhá politickým tlakům.

2.16.1 Příčiny zadlužení veřejných institucí

Vlády se obecně nechovají k veřejnému dluhu odpovědně, ale vždy rozhazovačně. Vzhledem k tomu, že jsou volené pouze na určité období, chovají se podle hesla "po nás potopa". Mezi důvody, proč veřejné instituce hospodaří s rozpočtovými schodky, patří i těžko zvládané volební sliby. V předvolební euforii slíbí politici různým sociálním skupinám, že jim pomohou: zvýší životní minimum, zavedou rozvojový projekt v sociální oblasti, vybudují obecní byty a silnice atd. Náklady na realizaci obdobných akcí překročí výši příjmů daného rozpočtu, a rozpočet se tak dostává do schodku. Dluhy vlád vznikají hromaděním schodků veřejných rozpočtů. Opakem jsou diktátorské režimy, které se k veřejnému dluhu chovají neobyčejně zodpovědně, neboť nemusí své občany rozmazlovat. Příkladem bylo socialistické Československo před rokem 1989. Komunistická strana Československa držela zadlužení státu na uzdě.

Často se v této souvislosti mluví o **efektu sněhové koule** (*snowball effect*), čímž je myšlen růst dluhové služby. Státu a jiným institucím veřejného sektoru při růstu dluhové služby zůstává méně peněz na financování jiných aktivit (investic a sociálních dávek). Růst veřejného dluhu tak vládě utahuje smyčku. Když se vlády v minulosti v řadě zemí setkaly s problémem velkých veřejných dluhů, běžně dluhy "rozpustily inflací". Tím se **dluhová zátěž přesunula na investory do dluhopisů emitovaných veřejným sektorem**. Je třeba si uvědomit, že již poměrně nízká 6% inflace snižuje hodnotu veřejného dluhu za pouhých 11 let na polovinu. Proto řada

centrálních bank v posledních letech povoluje otěže inflaci a nijak proti ní nebojuje, přestože je vysoko nad inflační koridor.

Zastánci deficitního hospodaření považují veřejný dluh za prostředek podpory ekonomiky v době, kdy ji dochází dech. S odkazem na Keynes argumentují, že schodkové rozpočty obnoví růst dříve, než se ekonomika dostane do recese či deprese. Tyto argumenty mají v mnoha případech svou logiku, ale mají svá omezení. V roce 2003 japonský veřejný dluh činil 140 % HDP a v roce 2007 dokonce 180 % HDP, aniž v minulosti došlo k ekonomickému oživení. Japonský veřejný dluh se značně prohlubuje, ale země stále odolává pokušení zvýšit daně z obav před dalším poklesem výdajů domácností. Keynesiánská teorie nepředpokládala soustavné uplatňování této ekonomické teze.

Růst dluhu s sebou nese i výrazný růst **dluhové služby**, tedy naběhlých úroků (včetně poplatků) u existujícího dluhu. Při stanovení dluhové služby musíme u jednotlivých dluhů stanovit původní výnosnost do splatnosti (tj. k okamžiku přijetí úvěru). Naběhlé úroky určitého dluhu za určité období stanovíme jako součin existujícího dluhu a výnosnosti do splatnosti. Dluhová služba je rovna součtu naběhlých úroků jednotlivých dluhů. Je zřejmé, že pro stanovení dluhové služby se nevychází z momentální výnosové křivky.

2.16.2 Definice veřejného dluhu

Veřejný dluh (*public debt*) je nejenom dluh centrální vlády (*central government*), státní vlády (*state government*) a místní vlády (*local government*), ale i dluh ostatních institucí, které jsou statisticky zařazovány do veřejného (vládního) sektoru. Veřejný dluh se měří podle dvou metodik:

- metodiky Vládní finanční statistiky **GFS 1986** (*Government finance statistics 1986*) podle Mezinárodního měnového fondu (MMF); za tuto metodiku je v České republice odpovědné ministerstvo financí; MMF vytvořil novou metodiku GFSM 2001, která se blíží metodice ESA 1995,
- metodiky národních účtů **ESA 1995** (*European system of national and regional accounts*) podle Eurostatu, kterou používá Evropská unie a je relevantní pro vykazování maastrichtských (konvergenčních) kritérií (neměl by přesáhnout 60 % HDP); Eurostat metodiku průběžně aktualizuje a také kontroluje její zavedení v jednotlivých zemích EU; za vykazování veřejného dluhu podle metodiky ESA 1995 odpovídá v České republice Český statistický úřad (ČSÚ), přičemž většinu vstupních údajů získává od ministerstva financí.

Odlišnosti mezi oběma metodikami lze zjednodušeně popsat jako rozdíl mezi daňovou evidencí, které pracuje s peněžními toky, a účetnictvím, které sleduje pohledávky a závazky. U GFS jsou veškeré operace běžného roku sledovány na hotovostním principu, tedy v okamžiku, kdy je příjmová či výdajová transakce

realizována. Nevýhodou GFS je, že přímo není založena na běžných účetních pojmech, jako pohledávky a závazky či náklady a výnosy, neboť sleduje pouze příjmy a výdaje. Neposkytuje tedy rozvahu veřejného sektoru, ale pouze vybrané položky na straně aktiv a závazků. Rozdíl příjmů a výdajů nepodává dobrou představu o výsledku hospodaření veřejného sektoru. Příjmy mohou pocházet z prodeje nemovitostí, což vede ke zlepšení výsledku hospodaření, ale ve skutečnosti tato operace nemá na výsledek hospodaření vliv (nemovitosti se na straně aktiv nahradily penězi). Naopak metodika ESA pracuje s daty jako v účetnictví a operace daného fiskálního roku jsou zachycovány tehdy, kdy transakce vzniká či zaniká. Přitom se pohledávky a závazky s časem zvyšují o naběhlé úroky. Z pohledu klasického účetnictví GFS poskytuje výkaz peněžních toků a ESA ústí v rozvahu a výkaz zisku a ztráty.

Deficit/přebytek veřejného sektoru je výsledek hospodaření všech jednotek zařazených ve veřejném sektoru. Konkrétně jde o výsledek hospodaření státního rozpočtu a dalších institucí, které byly vymezeny výše v rámci definice veřejného dluhu.

2.16.3 Správa dluhu centrální vlády

V současné době existují ve světě čtyři institucionální modely správy dluhu centrální vlády:

- útvar v rámci ministerstva financí (*ministry of finance*, MF),
- agentura nebo úřad v rámci ministerstva financí (*debt management office*, DMO),
- autonomní agentura nebo úřad vyčleněný z ministerstva financí (*autonomous debt management office*, ADMO),
- útvar v rámci centrální banky (CB).

Nejrozšířenější je první a druhá varianta. V České republice je správa státního dluhu agendou tří útvarů ministerstva financí. V několika zemích existuje autonomní agentura vyčleněná z ministerstva financí. Příkladem je slovenská Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL). V Maďarsku a v Německu byly tyto agentury založeny jako akciové společnosti, jejichž 100% vlastníkem je stát. Výkonem vlastnických práv je pověřen ministr financí. V některých zemích (např. Irsko, Island, Portugalsko, Řecko, Slovensko) byly ADMO založeny podle veřejné legislativy. Útvar v rámci centrální banky je ve světě výjimečný.¹⁹⁷

¹⁹⁷ Podobné začlenění jako správa státního dluhu může mít i státní pokladna. Autonomní státní pokladna existuje například na Slovensku. Ve většině případů je státní pokladna integrální součástí ministerstva financí.

V České republice byla do roku 2005 správa státního dluhu součástí několika útvarů ministerstva financí:

- odbor řízení státního dluhu byl odpovědný za emisi státního dluhu v České republice a v zahraničí včetně řízení denní likvidity a správy dluhové služby,
- útvar mezinárodních organizací byl odpovědný za sjednávání úvěrů od Evropské investiční banky (EIB), přestože jejich následná obsluha již náležela do oddělení řízení státního dluhu,
- odbor státního rozpočtu byl odpovědný za správu státních záruk.

Státní finanční aktiva byla pod správou těchto útvarů ministerstva financí:

- útvar státního závěrečného účtu prováděl správu domácích státních pohledávek,
- úsek mezinárodních vztahů spravoval zahraniční státní pohledávky,
- odbor pro privatizaci měl na starosti majetkové účasti státu.

Počínaje počátkem roku 2006 správa domácích státních pohledávek a sjednávání úvěrů od EIB přešly do odboru řízení státního dluhu. Zánikem Fondu národního majetku byl značně posílen odbor pro privatizaci.

Přínosem DMO a ADMO je zvýšení operativnosti řízení dluhové politiky (rozhodnutí nepodléhají schválení ministrem financí). Zápornou stránkou je špatné řízení dluhu, neboť správci veřejného dluhu snadno podlehnou nevýhodným nabídkám bank a jiných finančních institucí. Jedná se zejména o nabídky na emisi cizoměnového dluhu a na sjednání derivátů. Zaměstnanci státních agentur snadno podléhají pokušení sjednat deriváty. Obě operace jsou běžně pro státní agenturu silně nevýhodné. Správce veřejného dluhu nezávislé na chodu ministerstva financí je možné snadno korumpovat. Skutečně, modely DMO a ADMO nejsou pro daňové poplatníky transparentní. Právě byrokratická struktura ministerstva financí může zabránit správcům veřejného dluhu ve sjednávání nevýhodných obchodů.

Banky u správců státního dluhu silně agitují a nabízejí jim také deriváty, které v krátkém období jsou spojeny pro stát s kladnými peněžními toky od partnerů derivátů. Tato výhoda je pochopitelně spojena s podstatně většími zápornými peněžními toky v delším období. Tyto deriváty opticky snižují státní zadlužení, protože zadlužení z titulu derivátů se do státního zadlužení nezahrnuje. Transparentnost státního zadlužení se zhoršuje. Agentura nezávislá na ministerstvu financí takovým agitačním tlakům podlehně snadněji než samotné ministerstvo financí.

Správa veřejného dluhu by se měla řídit pouze podle jednoho kritéria, a to podle **minimalizace dluhové služby**. Bohužel, někteří správci veřejného dluhu podlehnou vábení bank a jiných finančních institucí a sjednávají kontrakty, které daňovou službu zvyšují.

2.16.4 Forma veřejného dluhu

Financování veřejného dluhu probíhá ve vyspělých zemích ve dvou formách:

- přijetím úvěrů (neobchodovatelný státní dluh),
- emisí státních dluhopisů (obchodovatelný dluh).

Centrální banky mají zákaz přímého financování státního dluhu.

Dluhové portfolio je vystavena třem hlavním finančním rizikům:

- úrokové riziko,
- měnové riziko,
- refinanční riziko.

Úrokové riziko veřejného dluhu závisí na tom, jaké dluhové nástroje jsou v dluhu zastoupeny. V případě dluhových nástrojů s proměnnou úrokovou mírou, např. dluhopisů s proměnnými kupóny, je úrokové riziko nízké. Potom je i nízká dluhová služba. Naopak v případě dluhových nástrojů s pevnou úrokovou mírou, např. dluhopisů s pevnými kupóny, je úrokové riziko vysoké. Potom je i vysoká dluhová služba.

Měnové riziko veřejného dluhu existuje v případě emise cizoměnového veřejného dluhu, který není spojen s deriváty zajišťujícími měnové riziko. V případě cizoměnového veřejného dluhu, který je spojen s deriváty zajišťujícími měnové riziko (např. s měnovými swapy), se syntetický produkt složený z cizoměnovému dluhu a zajišťovacího derivátu chová jako dluh v domácí měně. Takový balíček není spojen s měnovým rizikem.

Refinanční riziko je rizikem ztráty v případě, že by veřejné instituce nebyly schopny pokrýt za přiměřené náklady své potřeby financování. Zejména jde o riziko, že veřejné instituce nebyly schopny rolovat svůj dluh, tj. při splatnosti staršího dluhu by nebyly schopny vydat nový dluh, z jehož příjmu by uhradily již splatné závazky. Toto riziko je rizikem snížení důvěryhodnosti dané země, což je úvěrové riziko.

Refinanční riziko bývá správci veřejného dluhu neúměrně zveličováno. Proč? Z pohledu úrokových nákladů by veřejný dluh měl mít co nejkratší duraci. Potom by úrokové náklady byly malé, neboť by odpovídaly krátkému konci výnosové křivky. Taková situace vynáší vlastníkům dluhu nízké úrokové výnosy, a proto naopak požadují co nejdelší duraci. Potom jsou úrokové náklady veřejných institucí vysoké a stejně vysoké jsou úrokové výnosy vlastníků dluhu. Proto vlastníci veřejného dluhu, zejména banky a jiné finanční instituce, tlačí na správce veřejného dluhu, aby emitovali dluh s co nejvyšší durací a splatností. Tento tlak vlastníků dluhu také způsobuje, že veřejný dluh má běžně pevnou úrokovou míru a nikoli proměnnou úrokovou míru. Jinými slovy, veřejné instituce spíše emitují dluhopisy s pevnými kupóny a nikoli dluhopisy s proměnnými kupóny. Správci veřejného dluhu v řadě

zemí nejednají v zájmu veřejných institucí, tj. nikoli v zájmu daňových poplatníků. V praxi poté správci veřejného dluhu hledají argumenty pro emisi dlouhodobého dluhu s velkými úrokovými náklady a nalézají argument právě jako snížení refinančního rizika.

Někdy správci veřejného dluhu provádějí:

- **zpětnou koupi** svého dluhu; například správce veřejného dluhu na sekundárním trhu kupuje zpět některé státní dluhopisy před řádnou splatností, běžně formou reverzních aukcí,¹⁹⁸
- **výměna** (*switching*) jednoho veřejného dluhu za jiný; například správce veřejného dluhu vyměňuje stávající dluhopisy na trhu za jiné dluhopisy v určitém konverzním poměru.

Správci veřejného dluhu tyto operace zdůvodňují takto:

- realizace fiskální úspory (k fiskální úspoře nedochází, ale naopak dochází ke zvýšení nákladů veřejného sektoru),
- aktivnější řízení refinančního rizika,
- podpora likvidních emisí (likvidní emise není nutno podporovat),
- snižování úrokových plateb v situaci poklesu úrokových měr, kdy veřejná instituce kupuje dluhopisy s vysokými kupóny (po poklesu úrokových měr stát koupí zpět dluhopisy s vysokými kupóny za vysokou cenu a emituje dluhopisy s nízkými kupóny za nízkou cenu a proto nedochází k žádné fiskální úspoře).

Přepůjčování (*relending*) spočívá v tom, že správce dluhu určité veřejné instituce (např. státu) přijme bankovní úvěr či emituje dluhopisy a příjem půjčí jiné veřejné instituci. Z pohledu hospodárnosti je přepůjčování spojeno s nižšími úrokovými náklady než přijatý bankovní úvěr či dluhopisy emitované jinou veřejnou institucí (i s případnou zárukou státu).

V 50., 60. a 70. letech minulého století proběhlo ve světě několik emisí **inflačních dluhopisů**. Izrael emitoval inflační dluhopisy již v roce 1955. Země latinské Ameriky emitovaly tyto dluhopisy v době dvouciferné inflace. Byla to pro ně možnost, jak prodat dlouhodobější dluhopisy a vyhnout se tak potřebě neustálého rolování krátkodobého dluhu. Brazílie emitovala takové dluhopisy v roce 1964, Chile v roce 1966, Kolumbie v roce 1967, Argentina v roce 1972 a Mexiko v roce 1989.

V 80. a 90. letech minulého století nastal další rozvoj. V roce 1981 zahájila Velká Británie, následovaná v roce 1985 Austrálií, v roce 1991 Kanadou, v roce 1995

¹⁹⁸ První reverzní aukce českých státních dluhopisů v lednu 2004 nebyla pro ministerstvo financí úspěšná. Stát se snažil stáhnout dluhopisy od investorů před jejich splatností. Z poptávaných 2 mld. Kč ale stát nakonec získal jen dluhopisy za 70 mil. Kč.

Švédskem, v roce 1997 USA a v roce 1998 Francií. Těchto šest zemí také nyní představuje rozhodující trh s těmito dluhopisy. Nejvyšší objemy jsou v USA a ve Velké Británii. V roce 2003 na tento trh vstoupily také Itálie, Japonsko a Řecko. Dlouhou tradici inflačních dluhopisů má také Island. V roce 2006 inflační dluhopisy emitovalo také Německo s objemem 5,5 mld. eur a splatností 10 let.

České ministerstvo financí emitovalo inflační dluhopisy v podobě povodňových dluhopisů. Během srpna 1997 Česká republika vydala tři série dluhopisů s 5letou splatností. V prvním roce činil jejich kupón 12,5 % a v následujících letech byl roven 2,5 % plus meziroční změna indexu spotřebitelských cen v červnu daného roku. Kupóny se vyplácely následně v srpnu. Nabídka směřovala zejména na domácnosti. Proto také první dvě série o jmenovité hodnotě 1 a 1,2 mld. Kč byly vydány v listinné podobě. Třetí série o hodnotě 2,8 mld. Kč byla v zaknihované podobě. Všechny tři série byly splaceny v srpnu 2002.

2.16.5 Durace veřejného dluhu

Podle obecného výše uvedeného pravidla je pro dlužníka výhodná krátká durace přijatého úvěru. Proto veřejné instituce by:

- se měly zadlužovat dluhovými nástroji s proměnnou úrokovou mírou, tj. přijímat úvěry s proměnnou úrokovou mírou (např. 6M PRIBOR + 0,10 %); je-li splatnost dluhového nástroje velká, potom je refinanční riziko malé, nebo
- měly rolovat dluhy s velice krátkou splatností; avšak v tomto případě existuje refinanční riziko.

Avšak běžně veřejné instituce se zadlužují dluhy s pevnou úrokovou mírou. Někdy dokonce se veřejné instituce:

- zadluží sice dluhem s proměnnou úrokovou mírou, ale
- dluh s proměnnou úrokovou mírou přetočí na dluh s pevnou úrokovou mírou prostřednictvím úrokových derivátů – například prostřednictvím úrokového swapu, u kterého přijímají úroky odvozené od proměnné úrokové míry a poskytují úroky odvozené od pevné úrokové míry.

Tato situace představuje pro danou veřejnou instituci doslova ekonomický zločin, a to ze stejného důvodu, jak je uvedeno v části 2.15.1.

2.16.6 Deriváty a správa veřejného dluhu

V některých zemích správci veřejného dluhu sjednávají deriváty. Celkově je naštěstí derivátová aktivita těchto správců relativně nízká. Jedná se zejména o měnové deriváty a na druhém místě jsou úrokové deriváty. V zemích EU je jmenovitá hodnota derivátů v institucích veřejného sektoru nízká a mnohdy zanedbatelná. Údaje o ziskovosti či spíše ztrátovosti obchodování na derivátovém trhu správců veřejného dluhu nejsou v žádné zemi k dispozici. Správci se totiž nemají čím chlubit a zveřejnění by bylo pro ně ostudné.

Někdy se správci dokonce chlubí, že deriváty používají k zaujímání obchodních pozic, tj. aby "přebili trh" a vydělali ve prospěch daňových poplatníků. Přeloženo do jiné řeči to znamená, že veřejná instituce (například stát) se hlásí ke spekulaci na finančním trhu a chce spekulací vydělat na úkor jiných účastníků trhu. To je však bláhová představa správců, neboť takový úředník málokdy jedná v zájmu veřejné instituce. Jak bylo uvedeno, deriváty mohou také sloužit k optickému snížení zadlužení dané země.

Deriváty jsou s ohromnou vehemencí státům nabízeny bankami a jinými finančními institucemi, neboť na finančním trhu stěží naleznou takového klienta, jako je veřejná instituce. Ta se nechá snadno napálit a navíc je solventní. Souběh těchto dvou vlastností u klienta je pro každou banku neobyčejně cenný.

Bez derivátů by neměli správci veřejného dluhu mnohdy co dělat. Většinu času tráví hledáním argumentů, aby odůvodnili své derivátové aktivity. Přitom používají podivná tvrzení, jako:

- bez možnosti aktivně využívat finanční deriváty by se významnou měrou vytratila smysluplnost výstavby sofistikovaného simulačního modelového rámce a omezila se tak dostupnost jemnějšího ladění strategických standardů,
- střednědobé strategické vyrovnávání vztahu mezi náklady a tržními riziky portfolia v souladu s definovaným cílovým standardem při současném separátním sledování cílu v oblasti emisní strategie a v oblasti makroekonomických politik,
- vyhlazování rozpočtového deficitu v čase.

To vše jsou krásné fráze bez konkrétního ekonomického obsahu, které slouží k zatajení pravé podstaty.

2.16.7 Emise cizoměnového veřejného dluhu

Rozumnou motivaci pro zadlužování veřejných institucí v cizí měně lze nalézt obtížně. Přesto správci veřejného dluhu někdy uvádějí následující argumentace:

- řízení devizových rezerv centrální banky (ministerstvo financí neřídí tyto rezervy),¹⁹⁹
- snížení nabídkového tlaku dluhopisů veřejných institucí na domácím trhu (takový nabídkový tlak na domácím trhu běžně neexistuje, ale naopak domácím investorům bývají státní dluhopisy upírány),
- snížení úrokových nákladů (úrokové náklady se běžně zvýší),

¹⁹⁹ Pouze v některých zemích devizové rezervy nespravuje centrální banka, ale speciální agentura. V Kanadě jsou devizové rezervy ve státním devizovém fondu (*Exchange fund account*) a centrální banka je pouze agentem pro jejich správu a řízení. V USA jsou devizové rezervy ve stabilizačním fondu (*Treasury exchange stabilization fund*).

- diverzifikace báze držitelů veřejného dluhu (ze samotné diverzifikace veřejná instituce nic nemá),
- řízení refinančního rizika (toto riziko je možné stejně účinně řídit emisí dluhu v domácí měně),
- reklama země na zahraničním trhu (reklama dluhu veřejného sektoru je zbytečná),
- vytvoření státní výnosové křivky v cizí měně (takovou výnosovou křivku nikdo nepotřebuje).

V některých zemích správce veřejného dluhu emituje v zahraničí cizoměnový dluh a souběžně centrální banka kompenzuje dopad této operace na měnový kurz domácí měny tím, že:

- stáhne cizí měnu z trhu (tj. koupí cizí měnu od obchodních bank, čímž se cizí měna stane součástí devizových rezerv centrální banky) nebo
- přímo cizoměnový příjem veřejné instituce (například státu) přijde na nostro centrální banky (částka se stane součástí devizových rezerv centrální banky) a stejná částka se přepíše na účet státu u centrální banky.

V obou případech se zvýší devizové rezervy centrální banky. Potom v aktivech centrální banky vystupují devizové rezervy a ve stejné výši existuje dluh veřejné instituce. Potom celek skládající se z veřejné instituce a centrální banky není vystaven měnovému riziku. Při posílení domácí měny má veřejná instituce kurzový zisk a centrální banka ve stejné výši kurzovou ztrátu a naopak. Veřejná instituce tedy nemusí cizoměnový dluh zajišťovat, protože **existuje přirozené zajištění**.

Bohužel někdy i za této situace přirozeného zajištění správce veřejného dluhu sjednává měnové swapy, aby "zajistil" veřejnou instituci proti měnovému riziku. Těmito měnovými swapy přetočí cizoměnový dluh na dluh v domácí měně, neboť balíček složený z cizoměnového dluhu a měnových swapů představuje syntetický dluh v domácí měně.

V 70. letech minulého století hrál cizoměnový dluh zcela mizivou roli. Navíc v 80. letech zcela zmizel v Japonsku, Německu, Nizozemsku a USA. U zemích EU došlo v minulých desetiletích k poklesu podílu cizoměnového dluhu na celkovém dluhu. Vznik jednotné evropské měny euro v roce 1999 znamenal, že eurový dluh v zemích eurozóny přestal být cizoměnovým dluhem. Více na něj spoléhaly malé otevřené země jako Belgie, Dánsko, Finsko, Irsko, Island, Portugalsko, Rakousko a Řecko. Poměrně vysoká úroveň cizoměnového dluhu (nad 10 % celkového dluhu) přetrvává pouze v některých zemích. V roce 2005 Německo poprvé ve své historii emitovalo dolarové státní dluhopisy. Některé země, například Rakousko, drží cizoměnový dluh v japonských jenech a ve švýcarském franku, tj. v měnách s nízkými úrokovými mírami.

2.16.8 Zadlužení USA

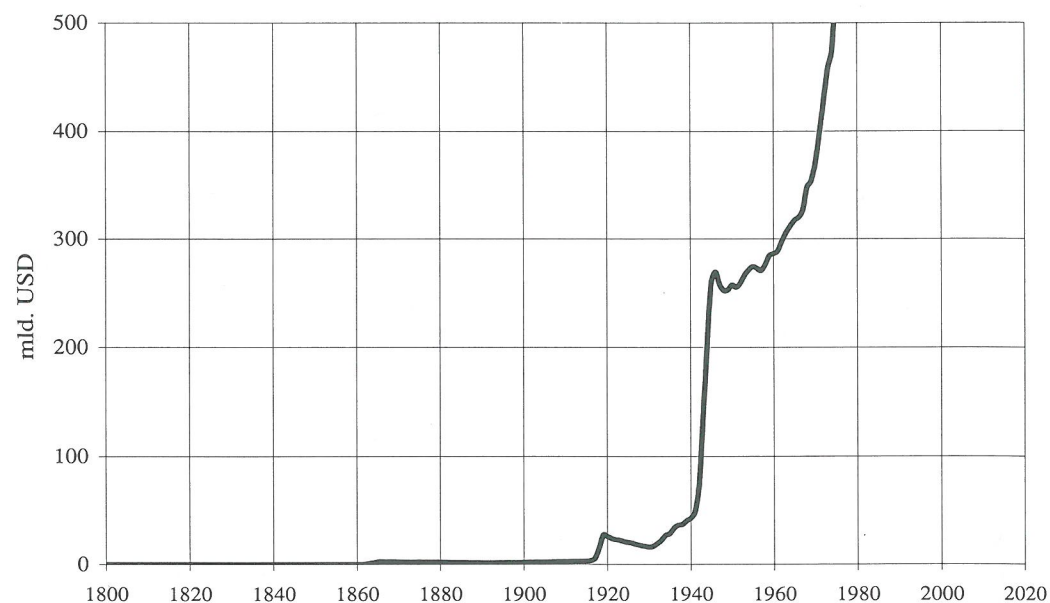
Americká vláda má ve světě největší dluh. Každým rokem se dluh navyšuje o velké rozpočtové schodky. K 31. prosinci 2007 americký národní dluh (*US government debt*, *US national debt*) činil neuvěřitelných **9 229 mld. dolarů**,²⁰⁰ z čehož připadalo na obchodovatelný federální dluh 4 537 mld. dolarů a na neobchodovatelný dluh (včetně spořicíh dluhopisů) 4 692 mld. dolarů. Na každého Američana od novorozeňat po důchodce (302 mil. lidí) připadalo **30 560 dolarů**. Poměr k HDP (13 807 mld. dolarů)²⁰¹ činil **66,8 %**. Vývoj amerického národního dluhu je na obr. 2.37 a 2.38. První a druhá světová válka způsobily obrovský jednorázový nárůst amerického národního dluhu. Po první světové válce se dluh po několik let snižoval. Avšak od 30. let mírně rostl. Po druhé světové válce se dluh také snižoval. Poté však silně nabral na obrátkách a silně rostl. Růst zastavil teprve demokrat Clinton. Avšak republikán George Bush starší změnil trend, přidal plyn a během několika let se dluh ze 6 000 mld. dolarů vyhoupl na výše uvedených 9 229 mld. dolarů.

V dávné minulosti USA republikáni podporovali vyrovnané rozpočty. To se změnilo v roce 1981 s příchodem republikána Ronalda Reagana (prezidentem v letech 1981 až 1989), kdy nastoupila politika škrťů daňových příjmů za cenu vysokých rozpočtových deficitů. Reagan prohlásil, že americký lid si může zároveň dopřávat snížení daní, programy federálních výdajů i růst armády. Jeho tehdejší rozpočtový ředitel David Stockman v roce 1986 rezignoval, protože se obával, že 80. léta skončí kvůli schodkům hyperinflací, která bude horší než v 70. letech. To se ale nestalo. Ekonomové, kteří obklopovali Reagana, se schodků báli. Zejména proto, že je považovali za příčinu vysokých úrokových měr v 80. letech. Proto se Reagan nakonec nechal přesvědčit a daně do konce svého volebního období 14krát zvýšil. Ani za republikána George Bushe staršího (prezidentem v letech 1989 až 1993) se deficity ale nijak nesnížily. Rostoucí schodky zvýšily dlouhodobé úrokové míry, ale ne natolik, aby to vzbudilo jakoukoli pozornost politiků.

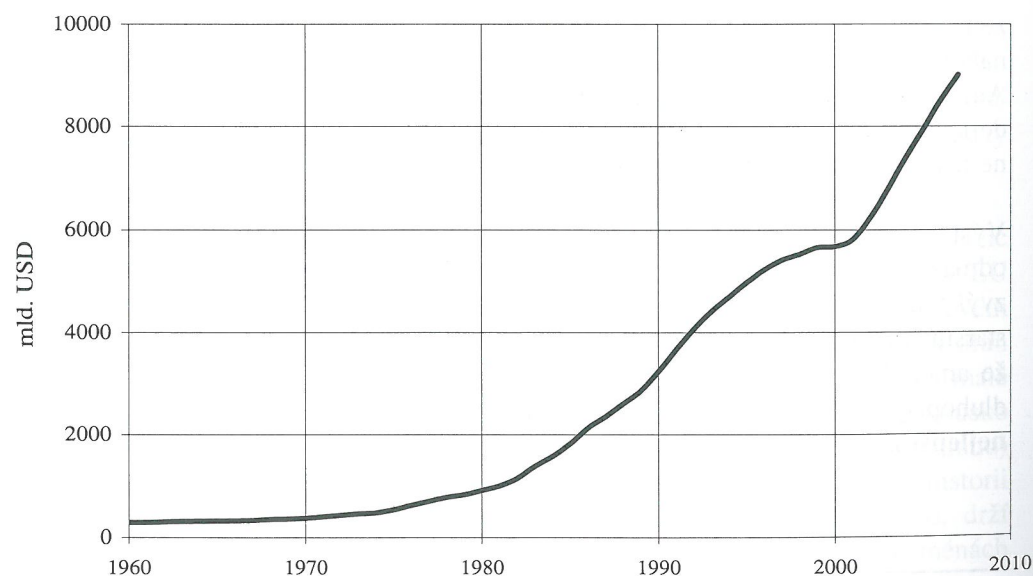
Výsledkem Reaganovy a Bushovy politiky byly vysoké rozpočtové deficity, které odmazával demokrat Bill Clinton (prezidentem v letech 1993 až 2001), který musel zvýšit daně. Právě zvýšení daní asi přispělo k vítězství Clintona nad Bushem starším v roce 1992. Americké rozpočtové přebytky byly za Clintona tak obrovské, že americké ministerstvo financí přestalo v říjnu 2001 emitovat 30leté federální dluhopisy. **Když v roce 2001 Clinton opustil úřad, rozpočtová situace byla nejlepší za několik desetiletí.**

²⁰⁰ Podle www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/mspd.htm.

²⁰¹ Podle <http://bea.doc.gov>.



Obr. 2.37 Vývoj amerického národního dluhu od roku 1800



Obr. 2.38 Vývoj amerického národního dluhu od roku 1960

Potom přišel republikán George Bush mladší (prezidentem se stal v roce 2001) a opět zavedl Reaganovu politiku snížení daňových příjmů, zvýšení výdajů na zbrojení (zahájil dvě války) a rozšiřování programů federálních výdajů. Prioritou Bushe a republikány ovládaného Kongresu bylo schválit snížení daní, jež nejvíce prospělo bohatým podle hesla "chudým brát a bohatým dávat". To, že USA odpustily zdanění dividend, způsobilo výpadek několik set miliard dolarů. Bush mladší schodky podporoval. "Deficity nevadí," prohlásil viceprezident Dick Cheney.

Řada politiků a ekonomů si poopravila názor. V roce 2004 výdaje USA byly již na 20,3 % HDP. Když končil v úřadu prezident Clinton, činila tato položka pouze 18,5 %. Současně však klesaly rozpočtové příjmy. Kongres očekával celkový schodek rozpočtu v letech 2006 až 2015 ve výši 980 mld. dolarů. Vyšší nabídka federálních dluhopisů tlačila cenu federálních dluhopisů dolů, tj. vyháněla dlouhodobé úrokové míry směrem vzhůru. V květnu 2005 výnosnost 30letých dluhopisů činila asi 4,58 %. V únoru 2006 americké ministerstvo financí znovu začalo emitovat dluhopisy se splatností 30 let.

Když v lednu 2001 začal vykonávat funkci prezidenta George Bush, dosáhl národní dluh 5 776 mld. dolarů. Až bude v lednu 2009 odcházet, bude činit asi 10 000 mld. dolarů. V roce 1975 činil dluh 35 % HDP, zatímco v roce 2007 to bylo již 65 %. Největší část federálního rozpočtu jde na penzijní a zdravotní programy, následuje obrana a poté úroky dluhu, které za rok 2007 dosáhly 430 mld. dolarů. Federální vláda si půjčuje od obyčejných investorů, bank, penzijních a investičních fondů, jednotlivých amerických států a také od cizích vlád. Na tyto investory připadá dluh ve výši 5 100 mld. dolarů. Další dluh 4 000 mld. dolarů drží penzijní programy a další vládní agentury.

Co se stane, až Číňané, Japonci nebo Saúdští Arabové si řeknou, že již koupili dost amerických federálních dluhopisů? Potom se dolar propadne. Zahraniční vlády a investoři měly na konci roku 2007 asi 2 200 mld. dolarů, tedy asi 44 %. Japonsko mělo 586 mld., Čína 400 mld. a Velká Británie 244 mld. dolarů. Na Saúdskou Arábii a další vývozce ropy připadalo 123 mld. dolarů. Tím, že Čína půjčuje USA stovky miliard dolarů ohrožuje budoucnost i bezpečnost americké ekonomiky. Je celkem pochopitelné, že věřitelské země do určité míry mají v rukou i americkou bezpečnost. Demokraté kritizují rostoucí rozpočtové deficity. Federální rozpočet platí na úrocích čtyřikrát víc, než utratí na vzdělání.

Ekonomové silně pochybují, že Bushova politika přiměla lidi k větší spotřebě (ta je pro růst HDP rozhodující). USA jsou sužovány nezvykle vysokou nezaměstnaností. Podniky vyrábějí více a s méně zaměstnanci. Vysoká nezaměstnanost znamená, že se mnoho lidí musí omezovat ve spotřebě, a to brzdí růst. Někteří republikáni bláhově věřili, že deficit si vynutí rozsáhlé omezování domácích federálních výdajů, a tím se zmenší federální rozpočet. Tak v posledních dvou desetiletích **republikáni produkují rozpočtové deficity a naopak demokraté vytvářejí rozpočtové přebytky.**

Otázkou je, proč Američané volí republikány. Mělo by jim být zřejmé, že problémy jsou předvídatelné. Odpovědí je, že si mnozí voliči budoucí rozpočtové problémy neuvědomují. Většina Američanů je nevzdělaných a finančně negramotných. Neuvědomuje si dopad voleb. Nelze vyloučit, že většina Američanů tuto politiku nevolila. Volební účast činila v roce 2002 jen 40 % a republikáni získali jen asi polovinu těchto hlasů, tj. volilo je 20 % oprávněných voličů.

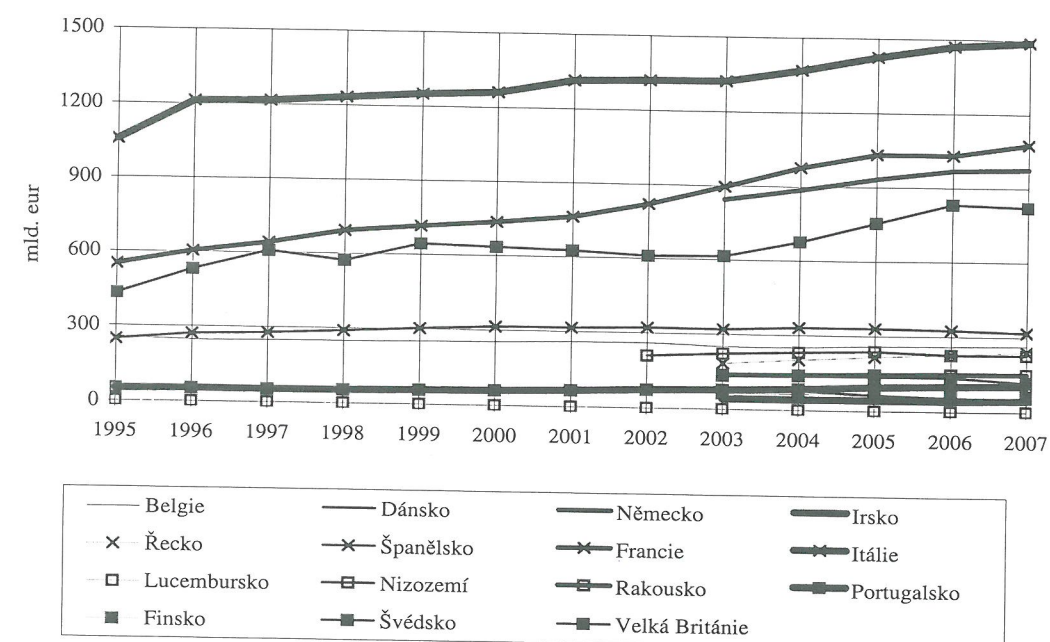
2.16.9 Zadlužení zemí EU

a) Objem zadlužení

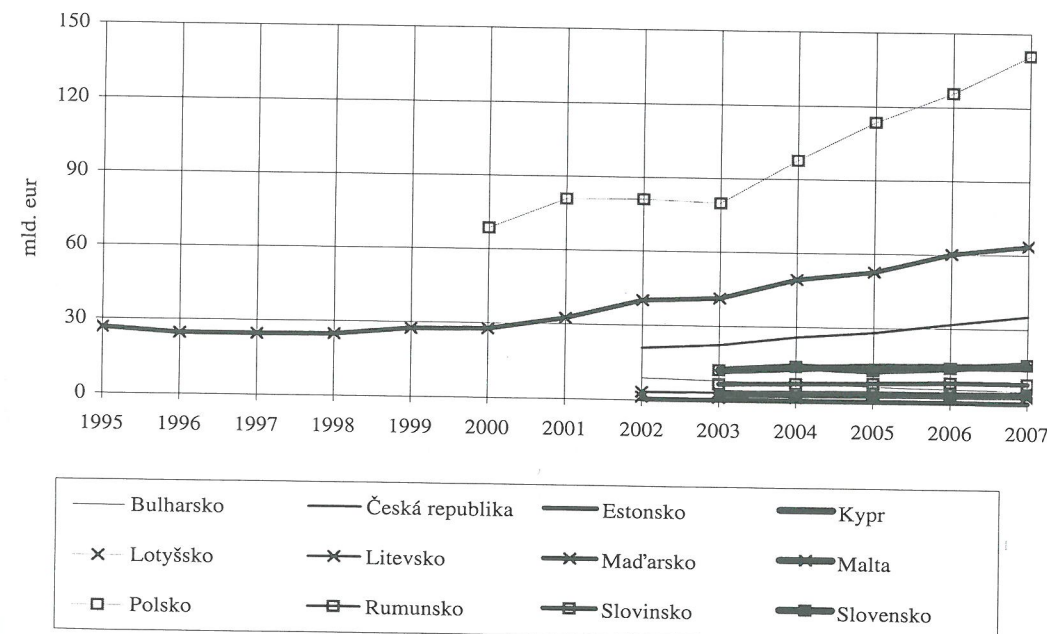
Vývoj dluhu centrálních vlád jednotlivých zemí EU je patrný z obr. 2.39 a 2.40. K 31. prosinci 2007 ve 27 zemích EU dluh centrálních vlád celkem činil **6 248 mld. eur**. Podle obr. 2.39 největší dluh z původních zemí EU měla centrální vláda Itálie (1 488 mld. eur), následovala Francie (1 076 mld. eur), Německo (976 mld. eur) a dále Velká Británie (822 mld. eur). U všech těchto 4 zemí dluh centrální vlády v uplynulých 12 letech rostl. Kromě těchto zemí dluh centrální vlády rostl také v Řecku, Lucembursku, Portugalsku. Belgie, Irsko, Španělsko, Nizozemí, Rakousko, Finsko a Švédsko vykazovaly stabilizovaný dluh. V Dánsku dluh dokonce klesal (ze 77 mld. eur v roce 2003 na 47 mld. eur v roce 2007). Podle obr. 2.40 největší dluh z nových zemí EU měla centrální vláda Polska (141 mld. eur), následovalo Maďarsko (64 mld. eur) a Česká republika (35 mld. eur).

Vývoj dluhu centrálních vlád na obyvatele jednotlivých zemích je patrný z obr. 2.41 a 2.42. K 31. prosinci 2007 ve 27 zemích EU dluh centrálních vlád na obyvatele (495 mil. lidí) činil **12 622 mld. eur**. Na obyvatele to bylo asi poloviční zadlužení než v USA. Podle obr. 2.41 největší dluh na obyvatele z původních zemí EU měla centrální vláda Itálie (25 171 eur), následovala Belgie (24 898 eur), Řecko (21 544 mld. eur) a dále Rakousko (18 222 eur). Tento ukazatel měl v původních zemích rostoucí trend s výjimkou Belgie (stagnace), Dánska (pokles), Irska (stagnace), Španělska (stagnace), Nizozemí (stagnace), Finska (pokles), Švédska (pokles). Podle obr. 2.42 největší dluh na obyvatele z nových zemí EU měla centrální vláda Kypru (18 949 eur), následovala Malta (8 253 eur), Maďarsko (6 309 eur) a Slovinsko (3 964 eur).

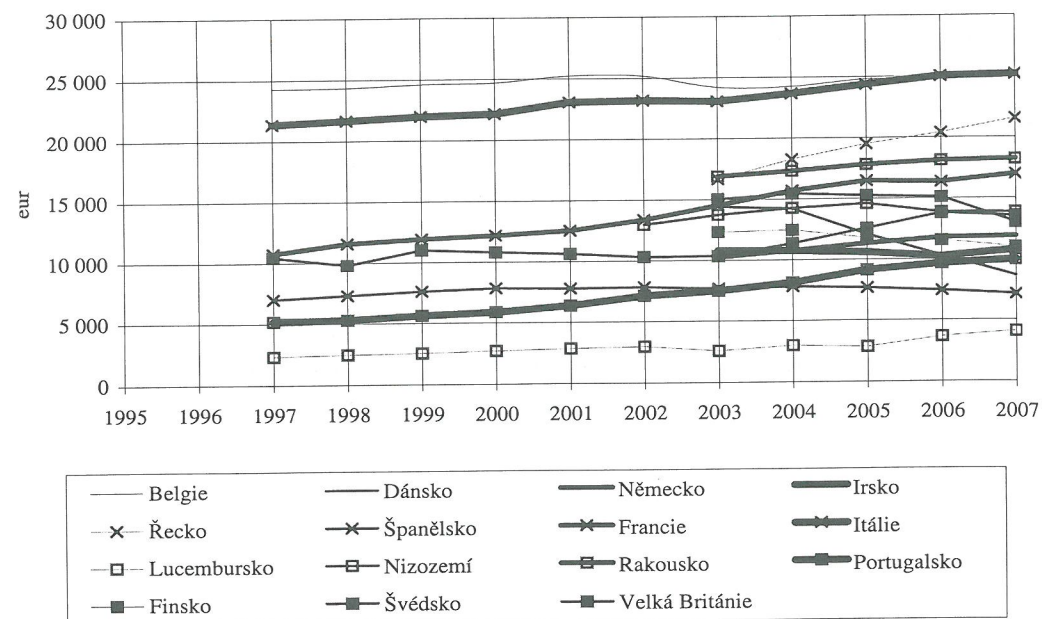
Vývoj dluhu centrálních vlád na HDP jednotlivých zemích je patrný z obr. 2.43 a 2.44. K 31. prosinci 2007 ve 27 zemích EU dluh centrálních vlád na HDP (12 304 mld. eur) činil **50,7 %**. Trend byl klesající. Podle obr. 2.43 největší dluh na HDP z původních zemí EU měla centrální vláda Řecka (105 %), následovala Itálie (97 %), Belgie (80 %) a dále Portugalsko (65 %). Podle obr. 2.44 největší dluh na obyvatele z nových zemí EU měla centrální vláda Kypru (95 %), následovala Maďarsko (64 %), Malta (63 %) a Polsko (43 %).



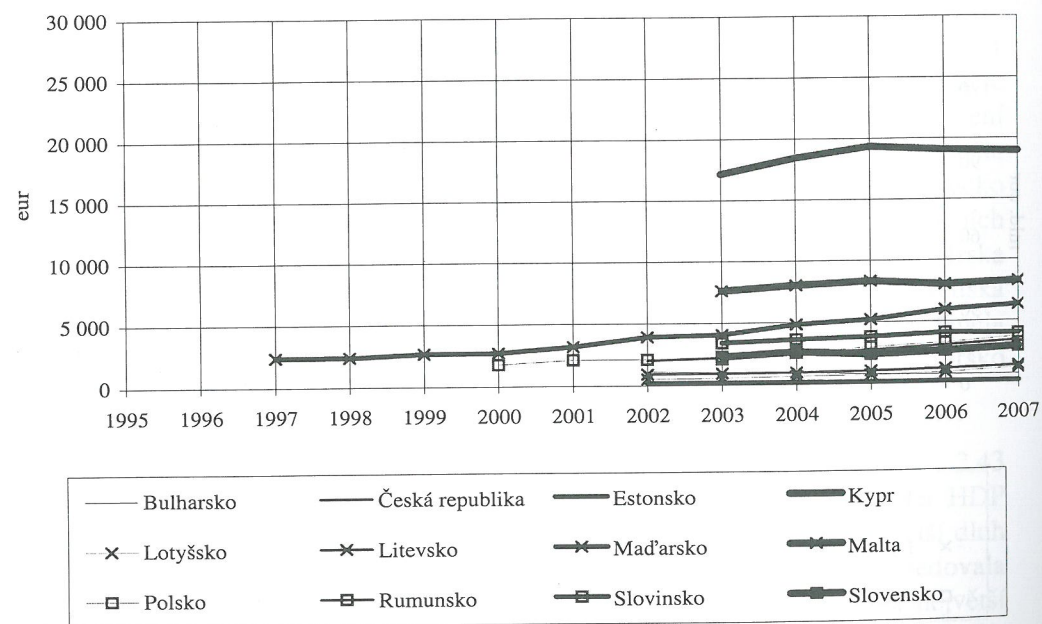
Obr. 2.39 Vývoj dluhu centrálních vlád původních zemí EU



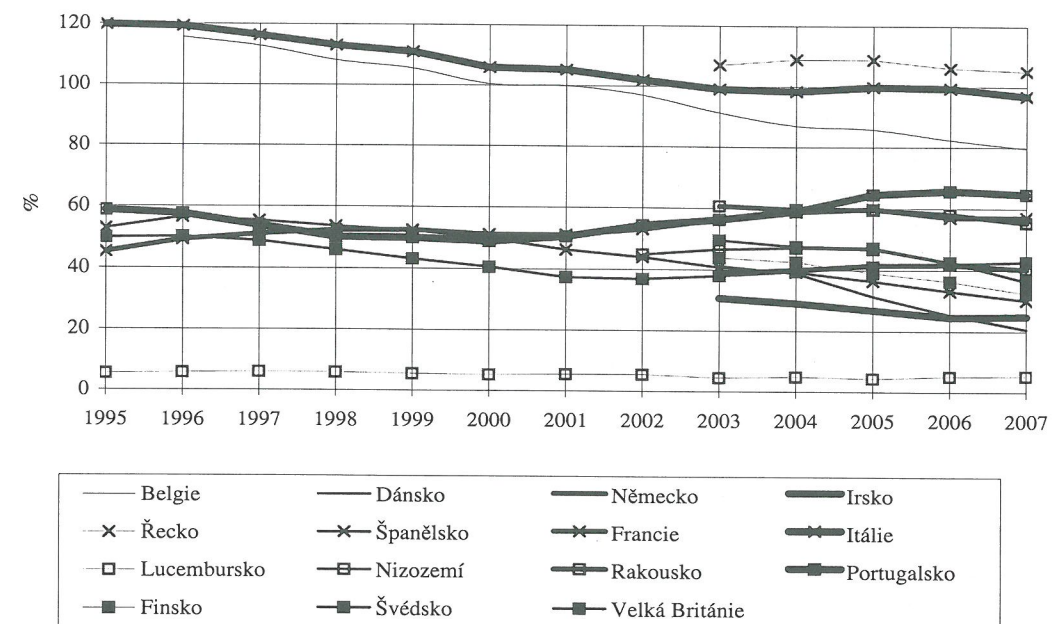
Obr. 2.40 Vývoj dluhu centrálních vlád nových zemí EU



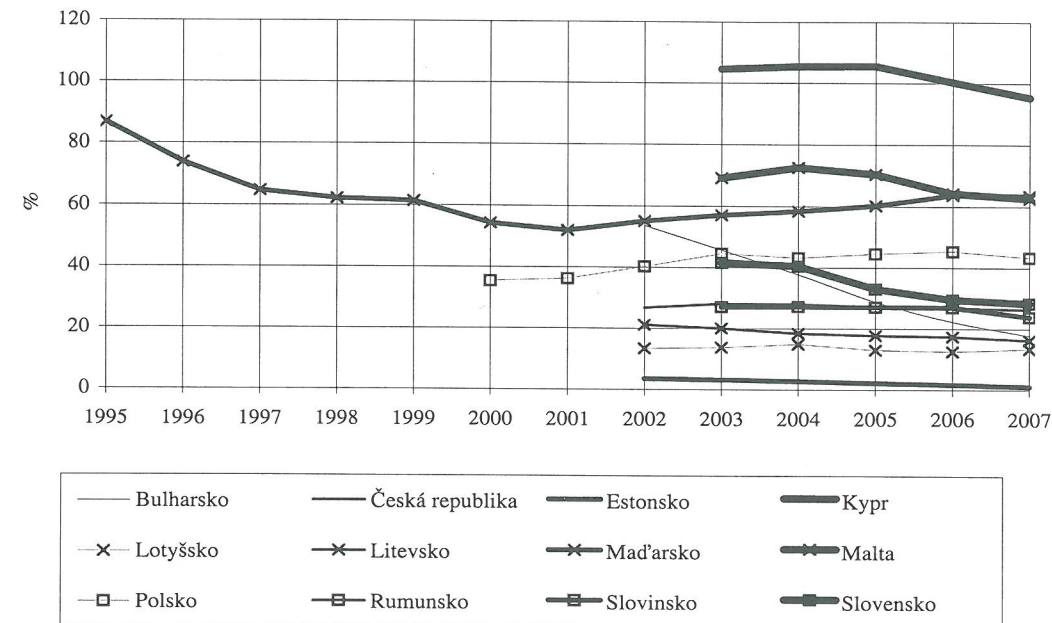
Obr. 2.41 Vývoj dluhu centrálních vlád na obyvatele původních zemí EU



Obr. 2.42 Vývoj dluhu centrálních vlád na obyvatele nových zemí EU



Obr. 2.43 Vývoj dluhu centrálních vlád na HDP původních zemí EU



Obr. 2.44 Vývoj dluhu centrálních vlád na HDP nových zemí EU

b) *Pakt stability a růstu*

Pakt stability a růstu (*stability and growth pact*, SGP) bezprostředně souvisí s třetí etapou hospodářské a měnové unie (EMU)²⁰². Vznikl z iniciativy Německa v roce 1998 s cílem zajistit rozpočtovou kázeň členských zemí eurozóny i po zavedení jednotné měny. Němci měli obavy, aby jejich oblíbenou a silnou marku nenahradilo neznámé euro. Bývalý německý kancléř Helmut Kohl se při jednání o zavedení eura obával, aby některé jižní země neohrozily stabilitu jednotné měny svými nevyrovnanými veřejnými výdaji. Když vznikl původní pakt, rozpočtová disciplína byla dobrá. Tehdy americký prezident Clinton přivedl veřejné finance USA do přebytku. Jeho nástupce Bush tento trend obrátil, a naopak prosadil vysoký schodek.

Pakt zahrnuje rezoluci Evropské rady přijatou v roce 1997 v Amsterdamu a dvě nařízení Rady z roku 1997, která stanoví základní technické parametry (kontrola rozpočtové disciplíny, koordinace hospodářských politik, snižování nadměrných schodků apod.). Členské země se zavázaly, že ve střednědobém horizontu dosáhnou vyrovnaného nebo přebytkového rozpočtu a že Evropské komisi a Radě budou každoročně předkládat program stability. Schodek veřejného rozpočtu nesmí převýšit 3 % HDP. Země eurozóny se zavázaly, že po roce 2006 budou mít vyrovnaný státní rozpočet. Francie si vymohla výjimku a měla mít nulový schodek až v roce 2007. Země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura (tzv. derogace) a ty, které se neúčastnily třetí fáze EMU, mají povinnost předkládat tzv. konvergenční program. Pakt stability a růstu umožňuje Radě potrestat ty členské země eurozóny, které otálejí se snižováním nadměrných schodků (tzv. procedura nadměrného rozpočtového schodku). Zpočátku má trest mít podobu bezúročného vkladu u institucí

²⁰² **Hospodářská a měnová unie** (*economic and monetary union*, EMU) je proces, kterým dochází k harmonizaci hospodářských a měnových politik členských států EU včetně zavedení jednotné měny. Byla tématem jedné ze dvou mezivládních konferencí v prosinci 1990. Maastrichtská smlouva určila, že EMU bude realizována ve třech etapách. **První etapa** (1. července 1990 až 31. prosince 1993) stanovila požadavek dokončení liberalizace pohybu kapitálu, zavázala členské státy k posilování nezávislosti centrálních bank a k uplatnění opatření potřebných pro harmonizaci právních předpisů v oblasti postavení Evropské centrální banky (ECB) a její měnové politiky. **Druhá etapa** (1. ledna 1994 až 31. prosince 1998) měla především za úkol dosáhnout výrazného pokroku ve fiskální oblasti na základě plnění konvergenčních kritérií jako nezbytného předpokladu pro vstup do třetí etapy EMU. Na počátku **třetí etapy** (1. ledna 1999) na základě jednomyslného rozhodnutí členských států EU, které splnily nezbytné podmínky pro vstup do třetí etapy EMU, byly k tomuto datu dle pevně stanovených přepočítacích koeficientů neodvolatelně fixovány kurzy jejich měn na euro. Vznikla evropská měnová unie (*european monetary union*, EMU) neboli **eurozóna**. Jednotka ECU byla nahrazena eurem v poměru 1 : 1. Jednotná měna euro byla zavedena v jedenácti členských státech zatím v bezhotovostní formě. ECB začala řídit jednotnou měnovou politiku **eurosystému** (ECB + národní centrální banky zúčastněných států), čímž též přestal existovat měnový trh mezi těmito zeměmi. Část cizoměnových rezerv národních centrálních bank odpovídající jejich podílu na upsaném kapitálu ECB byla převedena na ECB, která má v souladu se statutem ESCB/ECB neomezené právo jejich spravování a využívání.

Společenství, ale pokud nadměrný schodek nebude odstraněn během dvou let, bude provinilé zemi uložena peněžitá pokuta. V případě vysokých rozpočtových schodků má být obdobná procedura uplatněna i pro země s derogací, avšak bez hrozby finančních sankcí (formální procedura).

Odpovědná fiskální politika je totiž základním stavebním pilířem eura. Změkčování Paktu stability sice nemůže ohrozit existenci eura jako projektu, ale jeho stabilitu vůči jiným měnám ohrozit může. V situaci, kdy v eurozóně existuje společná měna, ale nikoli společná rozpočtová politika, ohrožuje autonomní rozhodnutí jedné či dvou vlád k fiskální expanzi měnovou stabilitu všech ostatních. Pozice ECB je proto v situaci hospodářského útlumu ještě obtížnější než pozice centrálních bank zemí, které jednotnou rozpočtovou politiku mají. Je dobré, že Pakt stability a růstu se vyhýbá očištění rozpočtových schodků o vlivy hospodářského cyklu (nesleduje strukturální schodek). Důvod je prostý, jsou jím obavy, že by to ministři financí zneužívali pro své kouzelnické kousky. Proto bylo stanoveno jediné pevné číslo – schodek nesmí být větší než 3 %. Měla by vzniknout nějaká nezávislá fiskální autorita, která by ověřovala správnost příslušných výkazů.²⁰³

Ukázalo se, že s plněním kritéria v roce 2003 měly hlavní evropské země problémy, což souviselo s ochabnutím hospodářství. Jednalo se o Německo, Francii, Itálii, Portugalsko a Řecko. Tato pětice v roce 2003 porušila Pakt stability a růstu. Německo mělo už podruhé za sebou vážné potíže s plněním rozpočtových závazků Paktu. V roce 2002 skončilo hospodaření spolkové vlády se schodkem ve výši 3,6 % HDP. V roce 2003 existoval podobný schodek. Evropská komise se ale obávala, že se Německu nepodaří splnit rozpočtová kritéria ani v letech 2005 a 2006 kvůli pomalé reformě veřejných výdajů. Stejným problémům čelila také Francie, která v roce 2003 čekala schodek státního rozpočtu dosahující 3,7 % HDP. Jelikož evropská ekonomika stagnovala, rostla nezaměstnanost, která hnala nahoru veřejné výdaje a snižovala odvody do veřejných rozpočtů. Reforma veřejných financí se těžko prosazovala a trvala by několik let, takže okamžitý efekt se nedal čekat. Existovaly obavy, že se Německu a Francii nepodaří naplnit ani jejich dlouhodobé závazky, především dosažení vyrovnaného státního rozpočtu. Vlády nenastřádaly v dobách hojnosti dostatek volných zdrojů, které by mohly v chudých letech rozpustit (jak předpokládá Pakt), a tak měly tendenci léčit domácí problémy vyššími rozpočtovými schodky. Země eurozóny by musely buď zvýšit daně, nebo snížit sociální výdaje, zvláště podpory v nezaměstnanosti. Pokud by z Paktu stability a růstu zmizela sankce, mohlo by to nejspíš znamenat jeho úplný zánik.

²⁰³ Kdyby selhal projekt eura, náklady pro jednotlivé členské země by byly obrovské. Každý si to uvědomuje, a snaží se proto chovat disciplinovaně a krotit některé své radikálnější názory. Přesto to nestačí.

Pravidla paktu stability začala být tvrdě zpochybňována ve chvíli, kdy se přestala hodit velkým zemím, Francii a Německu. Obě země začaly tvrdit, že jeho pravidla jsou příliš rigidní a nezohledňují aktuální vývoj ekonomiky. Finančními postihy by se údajně ekonomická situace postižených zemí ještě zhoršovala, zatímco pakt stability má hospodářství pomáhat. Obě země hledaly spojence pro reformu v ostatních zemích a našly je. Nakonec byl starý pakt uplatňován pouze u dvou malých zemí, Irska a Portugalska. Poté byl pozastaven a změněn. V **březnu 2005** Francouzi, Němci a jejich spojenci prosadili seznam výjimek, které umožnily vyhnout se placení sankcí. Jednalo se o **uvolnění podmínek paktu stability**.

Hlavní body dohodnuté reformy Paktu stability a růstu EU z března 2005:

- zůstal nezměněn základní limit rozpočtového schodku 3 % HDP a schodek veřejného dluhu 60 % HDP,
- země eurozóny a země ERM-II (čekající na vstup do eurozóny) by měly snižovat deficity svých rozpočtů o 0,5 % HDP ročně,
- země zavádějící strukturální změny se bez hrozby sankcí mohou vyhnout plnění cílů,
- definice negativního vývoje ekonomiky, která umožňuje schodkové hospodaření, byla místo dosavadního 2% propadu HDP rozšířena na jakýkoliv pokles HDP nebo ztrátu výkonu ekonomiky v době, kdy růst HDP je blízko nulovým hodnotám,
- při posuzování struktury deficitu se má brát zřetel na to, jestli daná země zrovna investovala velké částky do výzkumu nebo na rozvojovou pomoc, anebo zda jen utrácela na sociálních dávkách,
- doba na snížení schodku pod 3 % HDP byla nově stanovena na 2 roky namísto předchozího 1 roku.

Tak se zemím nabídla větší možnost obhájit si veřejné manko a vyhnout se sankcím. Znamená to, že již neexistuje žádný mechanismus, který by zaručoval, že se země budou řídit cíli. Hrozba sankcemi přinášela jisté záruky, že se rozpočtové deficity nevymknou kontrole. Avšak v Německu a Francii lidé začali věřit, že uvolněním veřejných rozpočtů mohou odvrátit narůstající ekonomické potíže. Krátkodobě jsou vyšší veřejné výdaje opravdu pomocí. Země, které se uchýlí k vyšším rozpočtovým deficitům, by měly tak učinit pouze dočasně. Po oživení by měly rozpočty vyrovnat.

V roce 2006 limit 3 % HDP překračovala asi polovina zemí eurozóny. Proto vlády zemí EU přijímaly rady obchodních bank, jak zakrýt před EU své deficity prostřednictvím podivných finančních struktur. Komisař EU, který odpovídal za sledování rozpočtů členských zemí, proto na analýzu veřejných financí vyčlenil více úředníků, aby udržel krok s komplikovanými metodami, které se používají.

c) Dluh Velké Británie vůči USA

Během prvních dvou let druhé světové války byly mimořádné dodávky surovin, zbraní i potravin z USA do Velké Británie považovány za součást běžných obchodních vztahů. Velká Británie za dodávky hradila dohodnuté ceny. Tato politika dovedla Velkou Británii až na hranici bankrotu, od něhož ji zachránilo pouze rozhodnutí amerického prezidenta Roosevelta z roku 1941 (*lend-lease act*) poskytnout některým zemím velkorysý úvěr, který se vyšplhal na částku 50 mld. dolarů (v přepočtu dnešních asi 300 mld. liber). Velká Británie obdržela přes 31 mld. dolarů, a zbytek připadl na Sovětský svaz, Francii, Čínu a ostatní spojence.

Díky této pomoci Velká Británie dokázala porazit nacistické Německo a zajistit mír a prosperitu poválečného období. Rooseveltův nástupce Harry S. Truman v září 1945 pomoc ukončil a nabídl britské vládě, že může všechno zbývající zboží, které bylo ještě ve skladech nebo tranzitu, koupit za 10 % výrobních nákladů. Na to jí USA poskytly úvěr ve výši 4,3 mld. dolarů. O rok později nabídla i Kanada pomocnou ruku a dala oslabené zemi k dispozici úvěr ve výši 1,25 mld. dolarů.

Velké Británii se podařilo pokrýt alespoň částečně válečné škody, financovat základní potřeby státu a zajistit tak politickou stabilitu v zemi. Velká Británie se zavázala, že úvěr navýšený pouze 2% úrokovou mírou splatí v 50 splátkách každoročně počínaje rokem 1950. Na konci roku 2006 Velká Británie provedla poslední splátku ve výši 43 mil. liber americkému Fedu a 12 mil. liber kanadské centrální bance. Tak Velká Británie splnila své závazky vůči USA a Kanadě za pomoc, kterou jí poskytly.

Velká Británie se sice zbavila svých dluhů z doby druhé světové války, otázka financování první světové války z let 1914 až 1918 zůstala stále nedořešena. Je to problém německých reparací, nedobytných pohledávek vůči tehdejšímu ruskému spojenci a nesplacených amerických dodávek. V přepočtu na dnešek Velká Británie stále ještě dluží USA asi 40 mld. liber bez případných úroků. Na druhé straně Velká Británie registruje pohledávky ve výši asi 105 mld. liber, které by jí za stejné období měli splatit tehdejší dlužníci.

Vzájemné proplácení těchto válečných úvěrů bylo pozastaveno začátkem 30. let minulého století. Tehdy si stále více politiků uvědomovalo, že důsledné splácení závazků by vedlo ke zborcení národních měn, celosvětovému ekonomickému krachu a politickým krizím. Americký prezident Herbert Hoover v roce 1931 formálně vyhlásil jednoroční moratorium na splácení amerických válečných úvěrů poskytnutých tehdejším spojencům. Moratorium mělo nabídnout diplomatům dostatek prostoru k diskusím o konečném řešení, které je otevřené do dnešní doby. Velká Británie své pohledávky sice oficiálně nikdy neodepsala, ale od roku 1934 je aktivně nevymáhá a zároveň od stejného data přestala splácet vlastní dluh vůči USA.

2.16.10 Zadlužení státního sektoru v České republice

a) Přehled

Podle ESA 1995 se v České republice do **veřejného sektoru** zahrnují kromě organizačních složek státu též územní samosprávné celky, některé příspěvkové organizace, státní a jiné mimorozpočtové fondy (například Pozemkový fond, Podpůrný a garanční rolnický a lesnický fond a Vinařský fond), Správa železniční dopravní cesty, PPP Centrum, veřejné vysoké školy, veřejné výzkumné instituce, zdravotní pojišťovny, Asociace zdravotních pojišťoven a Centrum mimostátních úhrad.²⁰⁴ Podle Českého statistického úřadu zadlužení veřejného sektoru na konci roku 2007 činilo **1 019 mld. Kč**, což představovalo **29 % HDP**.

Státní dluh je definován v zákoně č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech, jako souhrn státních finančních pasiv tvořených závazky státu, které vznikly ze státem přijatých zahraničních půjček, úvěrů od bank a z vydaných státních dluhopisů a jiných závazků státu (jiné státní cenné papíry).

Státní dluh České republiky se skládá z:

- obchodovatelného státního dluhu, který je představován:
 - státními pokladničními poukázkami (SPP),
 - střednědobými a dlouhodobými dluhopisy s pevnými kupóny (SD),
- neobchodovatelného státního dluhu.

Na konci roku 2007 státní dluh České republiky dosáhl **892 mld. Kč**. Z vývoje státního dluhu na obr. 2.45 je patrné, že v letech 2002 až 2007 státní dluh se **každým rokem zvyšoval asi o 100 mld. Kč, a to bez ohledu na to, zda vláda byla levicová (ČSSD) či pravicová (ODS)**. Každý občan České republiky (10,381 mil. obyvatel) tedy dlužil 85 926 Kč.

Z toho na obchodovatelný dluh připadalo 853 mld. Kč a na neobchodovatelný dluh 39 mld. Kč. Neobchodovatelný dluh tvořily úvěry od Evropské investiční banky (EIB). Neobchodovatelný dluh začal narůstat od konce roku 2002. Bylo to způsobeno čerpáním úvěrů od EIB, které sloužily k financování infrastrukturních projektů. Úroková míra je proměnná, navázaná na 3M PRIBOR. Splatnost je v roce 2027. Na konci roku 2002 tyto úvěry činily 3 mld. Kč, avšak na konci roku 2005 již 30 mld. Kč.

Podíl SPP na celkovém státním dluhu se bohužel v posledních letech postupně snižoval, až na konci roku 2007 činil pouze 9,2 %. Stát svůj dluh stále více

²⁰⁴ V minulosti také transformační instituce, jako Fond národního majetku, Česká konsolidační agentura, Konpo, Prisko, Česká finanční a Česká inkasní.

financoval emisí dluhopisů s pevnými kupóny, přičemž splatnost těchto dluhopisů se stále zvyšovala. Tím se zákonitě silně navyšovala dluhová služba. Skutečnost, že **levný krátkodobý dluh se nahrazoval drahým střednědobým a dlouhodobým dluhem**, je alarmující.

V lednu 2007 se podařilo zastavit rychle připravený plán předchozího ministra financí Vlastimila Tlustého jednorázově emitovat státní dluhopisy na úhradu ekologických škod v astronomickém objemu asi 163 mld. Kč. Plán byl nekompetentní a ukvapený.

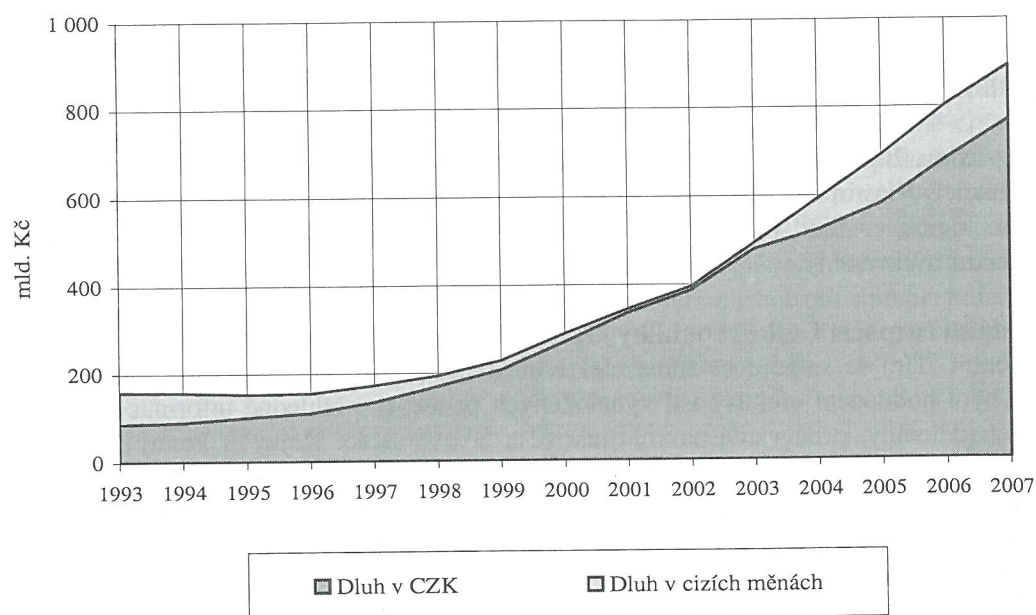
Státní rozpočet České republiky je pro běžné občany nesrozumitelný a netransparentní. Tím se snižuje možnost efektivní kontroly rozpočtu ze strany veřejnosti. Chybí hodnocení efektivnosti vynaložených peněz, tj. přehledné informace, které by sdělovaly, proč vláda navrhla takové a takové saldo. Nejvyšší kontrolní úřad dlouhodobě upozorňuje na špatnou kvalitu účetnictví státu, a v roce 2007 dokonce doporučil, aby Sněmovna neschválila účty několika kapitol. V každém případě by měly být zrušeny tzv. poslanecké pomníčky, tj. možnost poslanců podávat během projednávání rozpočtu návrhy na financování investic, většinou v regionech, kde byli zvoleni.

V České republice bohužel existují četné a rozsáhlé **mimorozpočtové fondy**. Fondový princip hospodaření má smysl tehdy, pokud fond spravuje majetek, který mu přináší příjmy, a z těchto příjmů hradí přesně definované veřejné výdaje. Tyto principy převážná část z českých mimorozpočtových fondů nesplňuje a nikdy nesplňovala. Jejich zánik integrací do státního rozpočtu by byl tedy zcela logický. Rozpočty mimorozpočtových fondů jsou schvalovány v rámci projednávání státního rozpočtu.

Například u Státního fondu dopravní infrastruktury (SFDI) existují příjmy vztažené k předmětu činnosti, a tím částečně ospravedlňují jeho existenci. Avšak Státní fond rozvoje bydlení nemá žádné specifické příjmy vážící se k předmětu své činnosti. Rozpočty obou těchto fondů detailně popisují jejich plánované výdaje, ne však příjmy. Zcela netransparentní je nepřehledná síť zemědělských fondů v čele s akciovou společností Podpůrný a garanční rolnický a lesnický fond, která trvale utajuje před veřejností své hospodaření. Zemědělství agitátoři si dosud uchránili své netransparentní financování ze státního rozpočtu.

b) Eurodluhopisy

Česká republika měla v první polovině 90. let cizoměnový dluh pouze coby neobchodovatelný dluh v podobě přijatých úvěrů od Světové banky a zemí G24, konkrétně od Finska, Japonska, Norska, Rakouska, Švédska a Švýcarska. Tyto úvěry byly splaceny v září 2003 (obr. 2.45). Úvěry čerpané od EIB jsou počínaje rokem 2002 již korunové.



Obr. 2.45 Vývoj státního dluhu České republiky

Situace byla poněkud složitější. EIB poskytla cizoměnový úvěr, například v eurech, bance v České republice se státní kontrolou. Banka sjednala měnový swap s jinou finanční institucí a poté poskytla korunový úvěr ministerstvu financí. Tento úvěr měl přesně parametry balíčku složeného z přijatého eurového úvěru a měnového swapu.

Poté Česká republika byla svědkem sporu mezi ministerstvem financí, které hodlalo emitovat státní dluhopisy v cizí měně, a širokou neustrannou odbornou veřejností, která s tímto krokem nesouhlasila. Dále se zaměříme na ekonomické srovnání emise dluhopisů České republiky v domácí a v cizí měně.

Samotná **primární emise dluhopisů je spojena s určitými náklady**. Technickou stránku korunových emisí státních dluhopisů (státních pokladničních poukázek i střednědobých a dlouhodobých dluhopisů) pro stát provádí ČNB. Roční náklady ČNB a potažmo státu (veškeré náklady a výnosy ČNB jsou náklady a výnosy státu) spojené s emisí státních dluhopisů jsou velice nízké (řádově miliony korun). Kromě toho jsou emise velice transparentní. Naopak v případě cizoměnového dluhu emise běžně provádí některá mezinárodně aktivní instituce (banka či obchodník s cennými papíry) a náklady při emisi několika desítek miliard jsou ve stovkách miliard

korun. Navíc umístění cizoměnových emisí není příliš transparentní, což emisi dále zdražuje. Tak samotná emise dluhopisů v cizí měně je pro stát výrazně dražší.

Přejdeme dále k zajištění měnového rizika cizoměnových emisí. Emise cizoměnových dluhopisů jsou v České republice téměř vždy spojeny se sjednáním **měnových swapů**. Těmito swapy dochází ke konverzi veškerých poskytovaných cizoměnových plateb na poskytované korunové platby. Ještě před emisí státních eurodluhopisů stát (včetně státních institucí) a některá města používaly měnové swapy u přijatých cizoměnových úvěrů. Například, jak je uvedeno výše, v roce 2002 některé státní instituce přijaly eurové úvěry od Evropské investiční banky na obnovu a budování infrastruktury v České republice. Současně sjednaly měnové swapy, kterými přibližně konvertovaly přijaté eurové úvěry na přijaté korunové úvěry. Poté státu poskytly korunové úvěry s podobnými podmínkami jako přijaté korunové úvěry.

Zde je problém, protože stát (včetně státních institucí) a města vystupují při sjednávání měnových swapů v roli konečných uživatelů. Město či stát ihned v okamžiku sjednání měnových swapů ztrácí a naopak banky ihned získávají nemalé částky. Je tomu tak proto, že měnové swapy (a obecně všechny deriváty) nejsou nikdy mezi tvůrcem trhu a konečným uživatelem sjednány za střední hodnoty podle příslušných výnosových křivek, ale za hodnoty v rámci určitého rozpětí (běžně několik bazických bodů). V případě velkých cizoměnových emisí stát na měnových swapech prodělává stovky milionů korun. Tyto dodatečné náklady nakonec nesou daňoví poplatníci, a to ve prospěch partnerů derivátů, tj. mezinárodně aktivních bank a obchodníků s cennými papíry. Ostatně to je také důvod, proč banky a obchodníci s cennými papíry vyvíjejí tlak na stát, aby se pustil do emise cizoměnových dluhopisů.

Navíc v případě veřejných institucí byly v České republice zaznamenány případy, kdy veřejné instituce sjednaly měnové swapy daleko za hranicemi běžného rozpětí (v desítkách bazických bodů). Tímto způsobem veřejné instituce v okamžiku sjednání derivátů okamžitě ztratily stovky milionů korun. Obecně lze tvrdit, že **pro veřejný sektor (stát, města, obce atd.) by byl užitečný zákaz sjednávání derivátů**. Ztráty z nich u veřejných institucí často převyšují jakýkoli případný užitek. Bohužel takový zákaz pro veřejný sektor dosud v České republice neexistuje a ani se o něm nediskutuje.

Podívejme se dále na **porovnání úrokových nákladů** emise korunového dluhopisu a balíčku složeného z cizoměnového dluhopisu a měnového swapu. Pokud se korunová emise řídí korunovou výnosovou křivkou a cizoměnová emise cizoměnovou výnosovou křivkou, potom za předpokladu nulového rozpětí u měnového swapu jsou úrokové náklady balíčku v zásadě shodné s úrokovými náklady korunového dluhopisu.

Ve skutečnosti vzhledem k výše uvedeným vyšším nákladům emise na primárním trhu a existenci rozpětí u měnového swapu jsou vždy úrokové náklady u cizoměnového dluhopisu se swapem vyšší než úrokové náklady u korunového dluhopisu. I když se může jednat o jednotky bazických bodů, v absolutní částce při emisi dluhu ve výši několika desítek miliard korun se jedná o stovky milionů až miliardy korun. Jinými slovy, **emise cizoměnového dluhopisu a sjednání měnového swapu představuje v porovnání s emisí korunového dluhopisu vyšší náklady pro daňové poplatníky.**

Další nevýhodou emise cizoměnových swapů je nebezpečí **dodatečných nákladů ČNB** (a potažmo státu) spojených s tím, že přijatá cizí měna tlačí na posílení české koruny. Alternativně při zahrnutí přijaté cizí měny do devizových rezerv ČNB se zvyšuje bilanční suma ČNB. Zvýšená otevřená měnová pozice ČNB způsobuje při změnách měnového kurzu české koruny volatilitu zisku či ztráty ČNB.

Potenciální absorpční kapacita domácího trhu v korunových dluhopisech není zdaleka vyčerpána. Investice do státních dluhopisů vždy představují nejlepší variantu pro konzervativní investory (těch je naprostá většina). Nejedná se pouze o finanční instituce, ale i o podniky a domácnosti. Zejména sektor domácností není státními dluhopisy nasycen, neboť státní dluhopisy jsou pro něho prakticky nedostupné. Banky nabízejí státní dluhopisy investorům od objemu několika desítek milionů korun (běžně od 20 mil. Kč). Dobré investiční příležitosti pro domácnosti v České republice neexistují a nezbývá jim nic jiného, než investovat ve formě spořicíh účtů, termínových vkladů, stavebního spoření či hypotečních zástavních listů u bank (podílové fondy a penzijní fondy nejsou běžně výhodnou investicí).

Naopak ve vyspělých zemích existuje obrovská státní podpora investic domácností do státních dluhopisů. V USA jsou pro domácnosti určeny tzv. spořicí dluhopisy (*savings bonds*). Jedná se o neobchodovatelné americké státní dluhopisy, které americké finanční instituce prodávají fyzickým osobám. Existují v zaknihované podobě na určitou osobu. Před splatností je možné je prodat zpět, avšak není možné je prodat třetí straně. Jmenovitá hodnota je velice nízká a činí 50 až 10 000 dolarů. Státní podpora spočívá v různých schématech osvobození od daně z úrokových výnosů. Podobná schémata podpory investic do státních dluhopisů pro domácnosti existuje v dalších zemích, například v Německu (*Bundesschatzbriefe*).

Pokud jde o zahraniční investory, potom pro ně neexistuje žádná překážka v investování do českých státních dluhopisů. Pokud nechtějí nést měnové riziko české koruny, mohou bez problémů navíc sjednat měnový swap, kterým konvertují veškeré korunové platby do eurových plateb. Tím efektivně investují do eurového dluhopisu České republiky.

Vyspělé země emitují dluhopisy obvykle v domácí měně. U jiných zemí důvodem emise dluhopisů v cizí měně obvykle bývá (kromě financování schodku státního rozpočtu) také posílení devizových rezerv. V případě České republiky devizové rezervy není třeba posilovat.

Z výše uvedených důvodů lze **doporučit:**

- neemitovat dluhopisy České republiky v cizích měnách,
- vybudovat infrastrukturu pro prodej dluhopisů České republiky (zpočátku například přes pobočkovou síť České národní banky) drobným investorům, a to počínaje nízkou jmenovitou hodnotou dluhopisů, například 10 000 Kč,
- zrušit služby spojené s obsluhou cizoměnového státního dluhu (například zajišťování měnového rizika) u vnějších institucí a veškerou obsluhu cizoměnového státního dluhu soustředit na jedno místo (ministerstvo financí); tím by se snížily náklady obsluhy cizoměnového státního dluhu.

Ministerstvo financí České republiky emitovalo tyto cizoměnové dluhopisy s pevnými kupóny²⁰⁵:

- v **červnu 2004** první eurodluhopisy o jmenovité hodnotě 1,5 mld. eur, se splatností 10 let a s výnosností 12 bazických bodů nad středovou kotací eurových úrokových swapů, tedy 22,5 bazického bodu nad srovnatelnými německými státními dluhopisy; roční kupón činil 4,625 % při ceně 99,772 %; výnosnost tudíž činila 4,654 %; emise tedy dopadla špatně, neboť prémie 22,5 bazického bodu byla příliš vysoká (ministerstvo financí pochopitelně veřejnosti prezentovalo úspěch);²⁰⁶ objem emise byl proti plánu zvýšen z 1 mld. eur na 1,5 mld. eur díky silné poptávce; vedoucími manažery emise byly Morgan Stanley a Deutsche Bank; emise byla zajištěna měnovými swapy proti měnovému riziku,
- v **březnu 2005** druhé eurodluhopisy o jmenovité hodnotě 1 mld. eur a se splatností 15 let a s výnosností 10 bazických bodů nad středovou kotací eurových úrokových swapů, tedy 22 bazických bodů nad srovnatelnými francouzskými státními dluhopisy; roční kupón činil 4,125 % při ceně 98,795 %; výnosnost tudíž činila 4,225 %; ani březnová aukce nedopadla dobře, neboť prémie 22 bazických bodů byla příliš vysoká (ministerstvo financí pochopitelně veřejnosti opět prezentovalo úspěch); většinu dluhopisů koupili zájemci z Německa, Beneluxu, Rakouska, Finska, Švýcarska atd.; mezi investory byly banky, investiční fondy a penzijní fondy; manažerem bylo konsorcium institucí ABN AMRO, Deutsche Bank a JP Morgan; emise byla zajištěna měnovými swapy proti měnovému riziku,

²⁰⁵ V březnu 2006 Slovensko vydalo prostřednictvím Agentury pro řízení dluhu a likvidity (ARDAL) eurodluhopisy o jmenovité hodnotě 1 mld. eur se splatností 15 let a v květnu 2007 eurodluhopisy o jmenovité hodnotě 1 mld. eur se splatností 10 let. Roční kupón činil 4,375 % a emisní kurz činil 99,35 %. Získané prostředky ministerstvo financí použilo na splacení dřívějších závazků státu.

²⁰⁶ O neúspěchu pro Českou republiku a úspěchu pro obchodní banky svědčí skutečnost, že první emise eurodluhopisu byla časopisem The Banker oceněna jako "Obchod roku" (*Deal of the year*).

- v **lednu 2006** třetí eurodluhopisy o jmenovité hodnotě 30 mld. jenů (asi 6,1 mld. Kč) se splatností 30 let; roční kupón činil 2,75 %; celou emisi dluhopisů koupila nejmenovaná americká životní pojišťovna, která ovládá 70 % aktivit na japonském trhu životního pojištění; proti měnovému riziku byly zajištěny pouze kupónové platby,
- v **červnu 2008** čtvrté eurodluhopisy o jmenovité hodnotě 2 mld. eur se splatností 10 let a s výnosností 25 bazických bodů nad středovou kotací eurových úrokových swapů, tedy 68 bazických bodů nad srovnatelnými německými státními dluhopisy; roční kupón činil 5,0 % při ceně 99,738 %; manažerem byly banky Barclays Capital a Deutsche Bank.

Podle úředníků ministerstva financí eurodluhopisy údajně představovaly úsporu vzhledem ke snížení úrokových plateb. "Emisi eurodluhopisů jsme dosáhli nižších nákladů na financování státního dluhu," tvrdili úředníci ministerstva financí. Avšak emisi eurodluhopisů se zvýšily úrokové náklady na obsluhu státního dluhu v porovnání s emisí korunových dluhopisů o miliardy korun.

V porovnání s korunovými dluhopisy se emisí cizoměnových dluhopisů zvýšila zadluženost České republiky, neboť:

- cizoměnové emise by byly z nákladového hlediska částečně ospravedlnitelné, pokud by nebylo realizováno zajištění měnového rizika měnovými swapy; vzhledem k tomu, že se v letech 2004 až 2008 obecně očekávalo posílení české koruny (ke kterému také došlo), potom by každé posílení koruny znamenalo u státního dluhu kurzový zisk; ministerstvo financí ale tyto emise zajistilo proti měnovému riziku, čímž veškeré eurové platby konvertovalo na korunové platby;²⁰⁷ to však znamenalo, že balíček eurových dluhopisů a měnových swapů fakticky představoval syntetické korunové dluhopisy s vyššími úroky, než kdyby byly korunové dluhopisy emitovány přímo,
- emise eurodluhopisů měla být hluboko pod výnosovou křivkou německých státních dluhopisů, neboť Česká republika byla podstatně méně zadlužena než Německo; poukazování na horší úvěrové hodnocení České republiky než Německa bylo falešné a zavádějící,
- syntetické korunové dluhopisy se splatností 10 a 15 let "vytlačily" krátkodobé státní pokladniční poukázky; protože od emise eurodluhopisů až do současné doby byla korunová výnosová křivka rostoucí, státu se emise dlouhodobého dluhu v porovnání s SPP prodražila o miliardy korun; obecně emise dlouhodobých dluhopisů s pevnými kupóny zvyšuje úrokové náklady

²⁰⁷ To platilo přesně pro první dvě emise eurodluhopisů. U poslední emise byly prostřednictvím měnových swapů konvertovány na korunové platby pouze úrokové jenové platby a nikoli jistina, tj. vůči měnovému riziku CZK/JPY byly zajištěny pouze úroky a nikoli jistina.

na splácení dluhu s porovnání s dlouhodobými dluhopisy s proměnnými kupóny či s krátkodobými dluhopisy.

Na veřejnosti se objevila tato zdůvodnění emise cizoměnových dluhopisů:

- bylo sníženo refinanční riziko státního dluhu (refinanční riziko by se ve stejné míře snížilo emisí korunových dluhopisů),
- byla vybudována konkurenční pozice oproti jiným zemím EMU (k čemu sloužila taková konkurenční pozice a vůbec co je to "konkurenční pozice"?),
- byl vytvořen standard (*benchmark*) pro nestátní emitenty vzhledem k tomu, že Česká republika do té doby neměla eurovou výnosovou křivku (k čemu někdo potřeboval výnosovou křivku? Česká republika nepotřebovala eurovou výnosovou křivku),
- druhou emisí byl stanoven druhý bod eurové výnosové křivky (k čemu někdo potřeboval druhý bod eurové výnosové křivky?),
- došlo k diverzifikaci investorské báze, aby se nemuselo spoléhat pouze na domácí investory; v době rychlého růstu objemu dluhu se ministerstvo údajně obávalo, nakolik budou domácí investoři schopni a ochotni tento dluh kupovat (avšak domácí investoři, například domácnosti, byli tehdy schopni a ochotni kupovat státní dluhopisy; kromě toho existují na trhu investoři, kteří na základě regulace musejí investovat převážně do státních dluhopisů; to samo o sobě do určité míry vytváří poptávku po těchto investičních nástrojích);
- motivací měl být také pokus držet domácí trh v šachu a snížit náklady financování, a to právě větším množstvím potenciálních investorů (avšak korunové dluhopisy pochopitelně drželi již tehdy i zahraniční investoři),
- při druhé emisi bylo argumentováno, že půjčkami v zahraničí stát přestal být rukojmím tuzemských hráčů a vybojoval si výhodnější podmínky, které se blížily těm, jež měly země eurozóny (stát by nebyl rukojmím domácích hráčů, kdyby korunové dluhopisy nabídl domácím drobným investorům; místo podpory domácích investorů stát podpořil zahraniční investory; emisí korunových dluhopisů by stát nemusel o žádné "výhodnější podmínky" bojovat)²⁰⁸.

Emise eurodluhopisů byly na úkor emise korunových dluhopisů. K emisí eurodluhopisů došlo i přesto, že tehdy na českém trhu existoval citelný nedostatek korunových dluhopisů. Mnoha českým investorům byla upřena možnost investovat do bezrizikových aktiv. Tuto zajímavou možnost český stát naopak poskytl zahraničním investorům.

²⁰⁸ České eurodluhopisy od hodnotící agentury Standard & Poor's získaly hodnocení A-, což tehdy bylo o dva body níže než Řecko (A+) a o čtyři méně než Itálie (AA). Agentura Moody's ohodnotila české dluhopisy stejným stupněm jako řecké.

Proti všem emisím eurodluhopisů vystupovala **Česká národní banka**. Přesto je ministerstvo financí České republiky provedlo. ČNB se obávala přílišného posílení české koruny. Jedním z nejdůležitějších aspektů byl vliv na měnový kurz. Ministerstvo financí vedlo dlouhou dobu spor s ČNB o tom, zda vůbec emitovat dluhopisy v zahraničí, a návrhy byly několikrát shozeny ze stolu. Odmítavý postoj centrální banky zesílil zejména v letech 2001 až 2002, kdy vrcholilo posilování koruny a byla podepsána smlouva mezi vládou a ČNB o řešení vlivu privatizačních příjmů na měnový kurz.

Vliv emise eurodluhopisů na měnový kurz koruny byl neutralizován tím, že příjmy z emise dluhopisů přímo navýšily devizové rezervy ČNB proti vkladu státu u ČNB (neutralizaci bylo možné realizovat i nepřímo koupí cizí měny Českou národní bankou na trhu). Česká koruna měla očividně v dlouhém horizontu tendenci posilovat (to věděl každý ekonom). Rostoucí devizové rezervy znamenají v případě posilující domácí měny kurzové ztráty, a tudíž negativní dopad na hospodaření ČNB (ČNB se vůči měnovému riziku nezajišťuje). Naopak u ministerstva financí emise eurodluhopisů znamenají v případě posilující domácí měny stejně velké kurzové zisky (pochopitelně v případě, že by ministerstvo financí neprovedlo zajištění měnovými swapy). ČNB a ministerstvo financí jsou obě státní instituce, a tudíž sumární dopad změny měnového kurzu české koruny na hospodaření obou institucí by byl v takovém případě nulový. Jednalo by se o **přirozené zajištění**.

Avšak, jak již bylo uvedeno, ministerstvo financí provedlo zajištění proti měnovému riziku měnovými swapy. V takovém případě sumární dopad změny měnového kurzu české koruny (z titulu emise eurodluhopisů a neutralizace dopadu na měnový kurz Českou národní bankou) na hospodaření obou institucí (ministerstva financí a ČNB) není nulový. Při posilování české koruny dochází ke kurzovým ztrátám a naopak.

c) *Tříštění emisí státního dluhu*

V České republice v minulosti došlo v několika případech k nehospodárnému tříštění emisí státního dluhu, což bylo spojeno s vyššími úrokovými náklady (dluhovou službou). Došlo tomu i v případech, kdy bylo od počátku evidentní, že platby úroků i jistin budou realizovány ze státního rozpočtu. Uvedeme několik případů.²⁰⁹

Správa železniční dopravní cesty (SŽDC) byla založena jako státní organizace zákonem č. 77/2002 Sb. Převzala veškeré závazky bývalé státní organizace České dráhy, která byla tímto zákonem transformována na akciovou společnost. Za závazky SŽDC ze zákona ručí plně stát a fakticky jsou státním dluhem, protože státní rozpočet hradí úrokové náklady i splátky jistin. Ve státním dluhu se však neevidují.

²⁰⁹ V roce 2006 existoval návrh na emise dluhopisu **Státního fondu dopravní infrastruktury**.

Součástí státního dluhu jsou v metodice ESA 1995. Hospodaření této instituce bylo ztrátové. V roce 2004 vláda rozhodla o řešení finančních problémů této instituce vydáním jejího vlastního dluhopisu. Dluhopis byl vydán 3. března 2004 se splatností 7 let, jmenovitou hodnotou 7 mld. Kč a ročními pevnými kupóny 4,6 %. Kupónové platby jsou hrazeny ze státního rozpočtu a v roce 2011 se ze státního rozpočtu uhradí i jistina. Je podivné, že manažerem vydání dluhopisů byla Česká konsolidační agentura. Emise dluhopisů byla výhodná pro banky, které dluhopisy koupily. Vzhledem k úrokovému rozpětí asi 10 bazických bodů nad státní výnosovou křivkou banky koupily dluhopisy za podstatně méně, než za kolik by koupily běžné státní dluhopisy. Emise dluhopisů byla ve stejné míře nevýhodná pro stát, tj. potažmo daňové poplatníky.

Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů **Konsolidační banky a České konsolidační agentury** byly realizovány na základě dvou emisních programů. První emisní program, jehož manažerem byla pražská pobočka ING Bank, nabyl platnosti 3. srpna 2001, měl trvat 15 let a umožňoval emitovat až 15leté dluhopisy o jmenovité hodnotě 20 mld. Kč. Druhý emisní program platil od roku 2003, měl platnost 8 let a umožňoval emitovat až 15leté dluhopisy o jmenovité hodnotě 20 mld. Kč. Konsolidační banka emitovala podle těchto programů dva dluhopisy, které byly splaceny v dubnu 2004 (7 mld. Kč) a v březnu 2005 (5 mld. Kč). ČKA emitovala celkem čtyři dluhopisy, z nichž jeden byl splacen v červnu 2005 (10 mld. Kč) a další tři (každý o jmenovité hodnotě 5 mld. Kč) se splatností v červnu 2007, v září 2007 a v listopadu 2010. Poslední dluhopis se k 1. lednu 2008 stal státním dluhopisem jelikož ministerstvo financí převzalo k tomuto datu veškeré pohledávky a závazky ČKA.

Paralelní emise ČKA vedle státních dluhopisů skončily začátkem roku 2005. Od té doby bylo možné financovat potřeby ČKA prostřednictvím státních dluhopisů podle speciálního zákona č. 5/2005 Sb. o státním dluhopisovém programu na úhradu části ztráty České konsolidační agentury, vzniklé přebíráním nebonitních aktiv v letech 1991 až 2003. Podle tohoto zákona maximální rozsah tohoto dluhopisového programu byl 63,3 mld. Kč. V roce 2005 tak bylo do ČKA převedeno 30 mld. Kč a na rok 2006 bylo plánováno až 20 mld. Kč.

Aero Vodochody, a.s. v roce 1998 rozhodlo o emisi dolarového dluhopisu. Dluhopis byl vydán k 17. listopadu 1998 se 7letou splatností 17. listopadu 2005 o jmenovité hodnotě 200 mil. dolarů, s pevnými kupóny 7,5 % a s úvěrovým rozpětím 280 bazických bodů nad příslušný americký státní dluhopis. Vedoucími manažery emise byly CIBC World Markets a Deutsche Bank AG, spolumanažery Goldman Sachs, ABN AMRO, Bear Stearns, Commerzbank AG, Kreditbank SA, Paribas a WestLB. V roce 2005 byla jistina (asi 6 mld. Kč) uhrazena ze státního rozpočtu, stejně jako kupónové platby v předchozích letech. Český daňový poplatník na emisi zřejmě prodělal a naopak zúčastněné banky vydělaly. Tak prostřednictvím Aero Vodochody, a.s. vstoupila Česká republika na zahraniční dluhový trh již v roce 1998, nikoliv až emisí eurodluhopisu v červnu 2004.

2.16.11 Zadlužení krajů, měst a obcí v České republice

a) Objem zadlužení

Zadlužení krajů na konci roku 2007 činilo **10,4 mld. Kč**. Většinou se jednalo o bankovní úvěry, například na oddlužení nemocnic, včetně úvěrů od Evropské investiční banky na výstavbu a rekonstrukci silnic.

Podle ministerstva financí **celkové zadlužení měst a obcí** v České republice na konci roku 2007 činilo **79,2 mld. Kč**. Více než polovinu dluhů tvořily závazky Prahy, Brna, Ostravy a Plzně. Tato města dlužila 46,3 mld. Kč. Samotná Praha dlužila 32,9 mld. Kč. Tak zadluženost Prahy činila 41,5 % celkové zadluženosti měst a obcí. Zadluženo bylo 3 242 obcí z celkového počtu 6 244, tedy více než polovina. Města a obce měly úvěry od bank na výstavbu čistíček, vodovodů, skládek, rekonstrukci silnic a výstavbu bytů a domů s pečovatelskou službou. Podle pravidel by města a obce (také kraje) měly použít na splátky svých dluhů maximálně 30 % svých příjmů. Na konci roku 2007 toto pravidlo nedodrželo 245 obcí.

Zadlužených měst a obcí, majících problémy se splácením, jsou v České republice desítky. Jde hlavně o města a obce, které přijaly úvěry v letech 1993 až 1997 na mnohdy nekvalitní a neuvážené projekty. Vláda v roce 2003 asi třicet obcí přizvala k jednání s Českou konsolidační agenturou o oddlužení. Ta se s nimi snažila dohodnout, aby alespoň část dluhů splatily do roku 2008 a prodaly co nejvíce majetku. V celkovém objemu zadlužení měst a obcí jsou zahrnuty bankovní úvěry, emise dluhopisů a návratné finanční výpomoci a úvěry ze státního rozpočtu a ze státních fondů. Většina obcí i měst přitom už utratila mimořádné příjmy, které získaly prodejem akcií či bytů, a další investice zvládá jen pomocí úvěrů. Získat úvěr u banky je pro obce a města snadné. Žádat sice mohou ještě o peníze z evropských fondů, ale část musí zaplatit samy a prostředky z fondů navíc stejně dojdou až po ukončení celého projektu.

b) Příklady

Podle výroční zprávy emitenta cenných papírů za rok 2007 zadlužení **hlavního města Praha** na konci roku 2007 činilo **32,6 mld. Kč**. Z toho na emitované dluhopisy připadalo 14,9 mld. Kč, bankovní úvěry 16,5 mld. Kč a ostatní dlouhodobé závazky 1,2 mld. Kč.

Pokud jde o emitované dluhopisy, hlavní město Praha vydalo tyto emise:

- **1. emise** dluhopisů v roce 1994, a to o jmenovité hodnotě **250 mil. dolarů** a se splatností 10. května 1999 (5leté dluhopisy),
- **2. emise** dluhopisů v květnu 1999, a to o jmenovité hodnotě **200 mil. eur** se splatností v roce 2009 (10leté dluhopisy); dluhopisy měly pevnou kupónovou míru 4,625 %; prostředky z emise byly použity na splacení předchozí emise, investiční výstavbu a na koupi vkladových certifikátů,

- **3. emise** dluhopisů 15. května 2001, a to o jmenovité hodnotě **5 mld. Kč** a splatnosti v květnu 2011 (10leté dluhopisy); byla to první emise města v domácí měně; emise se skládala ze dvou částí; první část (3 mld. Kč) tvořily dluhopisy s pololetními proměnnými kupóny odpovídajícím 6M PRIBOR + 0,32 %; hodnota 6M PRIBOR se stanoví vždy 2 pracovní dny před začátkem příslušného úrokového období; protože při stanovení naběhlého kupónu používá konvence 30E/360 a hodnota 6M PRIBOR je založena na konvenci act/360, 6M PRIBOR se přepočítává na bázi 30E/360; druhá část (2 mld. Kč) tvořily dluhopisy s pevným kupónem odpovídajícím 6,85 %; majitelé obou emisí dluhopisů mohou za určitých podmínek žádat jejich předčasné splacení; prostředky byly použity na financování investic do dopravní infrastruktury (modernizace a obnova vozového parku metra a financování vnitřního městského okruhu),
- **4. emise** dluhopisů 11. března 2003 v rámci EMTN (*euro medium term note*) programu, a to o jmenovité hodnotě **170 mil. eur** a splatnosti v březnu 2013 (10leté dluhopisy); výtěžek byl použit na odstraňování povodňových škod a na investice v oblasti dopravy.

Na konci roku 2007 hlavní město Praha mělo v rozvaze kromě výše uvedených závazků 32,6 mld. Kč také obrovský závazek ve výši **-3,2 mld. Kč** vůči několika bankám z titulu sjednaných derivátů (záporná reálná hodnota derivátů). Pokud by město tyto deriváty nesjednalo, tento závazek by neexistoval. Partneři derivátu (banky) naopak ve svých rozvahách vykazovaly stejně velkou částku, ale kladnou, tj. +3,2 mld. Kč.

Jednalo se o tyto deriváty:

- **9 derivátů** (měnové swapy, úrokové swapy a měnové forwardy) s Deutsche Bank a ABN AMRO v souvislosti s 2. emisí dluhopisů;
- **2 deriváty** (úrokové swapy) s Českou spořitelnu a Commerzbank v souvislosti s 3. emisí dluhopisů; část emise dluhopisů s pololetními proměnnými kupóny odpovídajícím 6M PRIBOR + 0,32 % byla fakticky vyměněna za emisi dluhopisů s pevným kupónem 7,27 %; znamená to, že balíček z původního dluhopisu s proměnnými kupóny a těchto úrokových swapů představoval emisi dluhopisu s pevnými kupóny; město si prostřednictvím derivátů zvýšilo (a nikoli snížilo) úrokové riziko; také úrokové náklady balíčku (tj. dluhopisu s pevnými kupóny a derivátů) jsou vyšší než úrokové náklady původního dluhopisu,
- **2 deriváty** (měnové swapy) s Deutsche Bank a Českou spořitelnou v souvislosti s 4. emisí dluhopisů.

Pozitivní na výroční zprávě města je to, že deriváty nejsou deklarovány jako zajišťovací. Vzniká přirozená otázka, proč město neemitovalo přímo dluhopisy s vlastnostmi původních dluhopisů pozměněnými o deriváty. V takovém případě by ale na první pohled byla patrná silná nevýhodnost takových emisí pro město a silná

výhodnost takových emisí pro investory. Jednoduše k takovým emisím by nikdy nedošlo. Situace by byla velice průhledná a město by nemělo dodatečné náklady.

Uveďme příklad s výše uvedenými úrokovými swapy sjednanými v souvislosti s 3. emisí dluhopisů. Čtyři roky po vydání dluhopisů (dluhopisy byly vydány 15. května 2001 a úrokové swapy byly sjednány 15. května 2005) město přetočilo dluhopisy s pololetními proměnnými kupóny odpovídajícím 6M PRIBOR + 0,32 % na dluhopisy s pevným kupónem 7,27 %. Přitom dne 15. května úroková míra odpovídající 10letému úrokovému swapu činila pouze 3,44 % (u 6letého swapu byla ještě nižší). V případě stejného rozpětí (tj. 0,32 %) pevný kupón měl činit asi 3,66 % a nikoli 7,27 %. Již při jednání reálná hodnota derivátu byla zřejmě velice záporná a pro banky velice kladná. Jinými slovy, v případě, že by město přímo emitovalo 6letý dluhopis s pevnými kupóny, kupónová míra by činila asi 3,66 %. Tím, že město takový dluhopis emitovalo nepřímou (tj. emitovalo dluhopis s proměnnými kupóny a poté prostřednictvím úrokového swapu vyměnilo proměnné kupóny na pevné) s kupónovou mírou 7,27 %.

Deriváty hlavního města Praha jsou důkaz toho, že **veřejné instituce (stát, kraje, města, obce a další veřejné instituce) by neměly sjednávat žádné deriváty.** Deriváty zbytečně zadlužují veřejné instituce, tj. nakonec daňové poplatníky.

Město **Brno** emitovalo 10letý dluhopis v objemu 300 mil. eur jako hlavní zdroj prostředků na rekonstrukce a obnovu infrastruktury. K emisi se město rozhodlo v červnu 2001. Brno použilo peníze například na výkup pozemků a na investice do vozového parku dopravního podniku.

Město **Ostrava** vydalo první emisi dluhopisů v roce **1996**, kdy za prodej 5letých dluhopisů získalo 75 mil. německých marek. V **červenci 2004** město Ostrava vydalo dluhopisy v objemu 100 mil. eur se splatností 10 let (ostravští zastupitelé o tom rozhodli v květnu 2004). Peníze z prodeje eurodluhopisů byly použity na rozvoj dopravní infrastruktury a infrastruktury veřejných služeb. Výnosnost dluhopisů při emisi činila 23 bazických bodů nad středovou kotací eurových úrokových swapů, tj. o 11 bazických bodů více než činila výnosnost eurodluhopisů České republiky v červnu 2004. Roční kupón byl stanoven na 4,556 %. Hlavním manažerem emise eurodluhopisů byla Deutsche Bank. Ostravský region byl dlouho v hluboké ekonomické depresi. Lepší infrastrukturou město chtělo přilákat zahraniční investory. Emise byla umístěna v Německu, Rakousku a Belgii. Vydání dluhopisů kritizovala zejména ODS. Na jednoho Ostravana připadl dluh 10 000 Kč. Ze svého rozpočtu ve výši asi 6 mld. Kč Ostrava ročně splácí téměř 0,5 mld. Kč.

Rokytnice nad Jizerou se stala odstrašujícím příkladem, jak může skončit zadlužené město. Všechno začalo v první polovině 90. let, kdy se město s 3 500 obyvateli rozhodlo vystavět lanovku na Lysou horu. Kvůli tomu město vydalo dluhopisy za 120 mil. Kč a přijalo úvěr ve výši asi 145 mil. Kč (celkem asi

265 mil. Kč). Město však brzy přestalo dluh splácet a na sankčních úrocích se jeho dluh vyšplhal nad 400 mil. Kč. ČKA koupila dluh Rokytnice od České spořitelny za 207 mil. Kč. V roce 2004 ČKA prominula platbu 430 mil. Kč, na které se zadlužení města kvůli vysokým úrokovým sazbám a smluvním pokutám dohodnutým se spořitelnou vyšplhalo. ČKA majetek města poslala do dražby. Během největší nedobrovolné dražby obecního majetku tak v roce 2002 řady pozemků a bytových domů, místní kino, parkoviště pod vlekem, knihkupectví, řeznictví i několik garáží získali noví majitelé.

Ani dražba však městečko dluhového břemene zcela nezavila a Rokytnici zbyl dluh zhruba 390 mil. Kč. V roce 2003 se proto zastupitelstvo dohodlo s ČKA na oddlužení. Nic však není zadarmo. Město muselo prodat i veškerý zbývající majetek. Ponechat si mohlo jen školku, školu, radnici, hřbitov, čistírnu odpadních vod a kanalizaci. Příštích pět let (do roku 2008) mělo město ČKA odvádět ještě 5 mil. Kč ročně. A za to mu státní instituce odpustila zbývající dluhy. V roce 2005 se Rokytnice rozhodla, že si vezme úvěr od Komerční banky a splatí dluh ČKA pomocí tohoto úvěru. Způsob oddlužení Rokytnice by měl fungovat jako pilotní projekt pro řešení dluhů ostatních měst a obcí. Stát musí hospodaření obcí více kontrolovat.

Podobně malá obec **Smržovka** se na počátku 90. let zadlužila, aby mohla vystavět moderní domky, a pak splácení neutáhla. Smržovka emitovala dluhopisy za 115 mil. Kč. Jejich splácení ji mělo stát asi 130 mil. Kč. Stát sice městu odpustil velkou část dluhu dosahující 100 mil. Kč. Předtím ovšem musela zaplatit přes 30 mil. Kč z prodeje zbytného majetku. V letech 2005 až 2010 má pak uhradit minimálně další 3 mil. Kč.

c) Kroky proti zadlužování obcí

Vážné problémy obcí přiměly politiky k akci:

- došlo ke změně zákonů, které se týkají nakládání s majetkem obcí a záruk obcí za jiné subjekty,
- ministerstvo financí zavedlo ukazatel dluhové služby a limit, přes který by se obce neměly dostat, pokud nechtějí být kvalifikovány jako předlužené.

Je třeba uvést, že ministerstvo financí, ani nikdo jiný, nemá přímou možnost ovlivnit výši navrženého eventuálního schodku rozpočtu kraje, města či obce. Hospodaření s majetkem obcí je předmětem **zákona o obcích**. Zákon ale neobsahuje sankce, pokud obec zákonná pravidla poruší. Jedinou "kontrolu" mají provádět občané-voliči. Zákon obsahuje omezení ručitelských práv za soukromé závazky pod sankcí absolutní neplatnosti. Jinými slovy, pokud obec ručí za soukromý subjekt, je tato záruka ze zákona neplatná.

Obec může ručit pouze ve vyjmenovaných případech:

- za úvěr pro investici uskutečňovanou s finanční podporou ze státního rozpočtu, státních fondů nebo národního fondu,
- jsou-li peníze z úvěru určeny pro investici do obcí (krajem) vlastněných nemovitostí.

Ručení je možné u projektů, jejichž zřizovatelem je obec, kraj nebo stát, popřípadě hlavní město Praha nebo městské části. Míra účasti obce nebo spolu s jinou obcí nebo obcemi, krajem nebo kraji nebo státem musí přesáhnout 50 %.

Určitá regulace zadlužení obcí je i v **zákoně o dluhopisech**. Kraj nebo obec musí předtím, než se obrátí na ČNB se žádostí o schválení emisních podmínek, požádat ministerstvo financí o souhlas s vydáním komunálních dluhopisů. Je tu ovšem jedna výjimka: pokud chce obec emitovat dluhopisy v zahraničí, souhlas ministerstva financí nepotřebuje.

V roce 2004 přijala vláda usnesení o regulaci zadluženosti krajů, měst a obcí pomocí **ukazatele dluhové služby**. Tento ukazatel každé obci a kraji počítá ministerstvo financí. Kraje, města a obce, jejichž dluhy včetně úroků překročí 30 % příjmů kraje, města a obce, jsou na tuto skutečnost upozorněny dopisem ministerstva financí, aby zdůvodnily překročení stanoveného limitu, přijaly potřebná opatření, aby v příštím období ukazatel nepřevýšil limitní hodnotu. Přitom ministerstvo požádá dotčené kraje, města a obce, aby do 3 měsíců oznámily, jaká opatření přijaly. V případě, že i v dalším roce překročí ukazatel dluhové služby, ministerstvo předá jejich seznam těm institucím, které zajišťují prostředky ze státního rozpočtu a státních fondů, aby při projednávání žádostí těchto krajů, měst a obcí o dotaci, o půjčku nebo o návratnou finanční výpomoc přihlédly k této skutečnosti. V roce 2002 sněmovna schválila, že města a obce s vysokým ukazatelem dluhové služby nemohly dostávat dotace od státu ale po půl roce omezení zase zrušila.

Ukazatel byl poprvé spočítán v květnu 2004 za rok 2003. Varovné dopisy se zasílaly dvakrát. V uplynulých letech dostalo varovné dopisy z více než 6 000 obcí asi 200 obcí. Poté většina obcí splnila podmínky dané zákonem. Jednou ze sankcí pro zadlužené obce je, že přijdou o dotace na investiční projekty. Existuje také možnost pokut ze strany finančních úřadů v případě, že obec neplní své daňové povinnosti.

Obce nepodléhají zákonu o konkurzu a vyrovnání, takže nemohou zkrachovat. V případě předlužení existuje možnost dosazení nuceného správce. Nucený správce by byl jmenován v případě, že by obec měla více věřitelů a nebyla schopna po delší dobu plnit své splatné závazky, nebo pokud by její splatné závazky byly vyšší než její majetek.

2.16.12 Selhání Ruska²¹⁰

Asijská krize z července 1997 vyvolala v roce 1998 světovou recesi. Poklesem cen surovin (zejména ropy) byly zasaženy země vyvážející suroviny. V březnu 1998 prezident Jelcin jmenoval premiérem Kirijenkou. Aby podpořil rubl, zvýšil úrokové míry. MMF schválil úvěry 22,6 mld. dolarů. V květnu se krátkodobá úroková míra vyšplhala na 150 %. Na konci července 1998 Rusko bylo nejisté. Podnikatelé, kteří před několika měsíci byli chloubou Ruska, směřovali své bohatství mimo Rusko. Polovina HDP Ruska byla kontrolována zločinci.

S pomocí zkorumpovaných ruských bankéřů peníze z úvěrů od MMF přecházely na offshorové bankovní účty, a to ve výši 1 mld. dolarů měsíčně. USA vzhledem ke strachu ze ztráty kontroly nad jadernými zbraněmi, podporovaly poskytování úvěrů. Tak v červenci 1998 MMF dodal Rusům 17 mld. dolarů. Z toho 4,5 mld. dolarů se okamžitě dostalo na bankovní účty ruské mafie ve Švýcarsku a v offshorových teritoriích. Začátkem srpna se výnosy z nových GKO zvýšily na 70 %, neboť investoři byli nervózní a Rusko utratilo polovinu daňových příjmů za úrokové platby. Bylo zřejmé, že brzy Rusko selže ve svých dluhopisech či devalvuje rubl nebo obojí. V srpnu 1998 se rubl dostal pod silný tlak klesající ceny ropy.

Hedžové fondy (včetně LTCM)²¹¹ věřily, že jejich peněžní stroje dobře fungují. Cokoli ztratí na GKO, získají zpět prostřednictvím forwardů. V sobotu 15. srpna 1998 tehdejší prezident Boris Jelcin vystoupil v televizi a prohlásil, že "děfolta nebudět". Avšak v noci z 16. na 17. srpna Kreml svolal šéfy nejvlivnějších bank a oznámil jim, že vláda nebude platit některé své dluhy. V pondělí 17. srpna 1998 ruská vláda a ruská centrální banka učinily společné prohlášení obsahující:

- **devalvací rublu**; vláda povolila volný pohyb rublu v pásmu 6,0 až 9,5 rublů za dolar z předchozího pásma 5,3 až 7,1 rublů za dolar,
- **restrukturalizaci federálního dluhu ve formě rublových státních dluhopisů**, a to způsobem, který bude oznámen později,
- **moratorium vůči zahraničním věřitelům**, které zakazovalo na 90 dnů (od 17. srpna do 14. listopadu 1998) platby v cizí měně ruskými právními osobami včetně bank zahraničním věřitelům.

Následující den v tisku bylo oznámeno, že vláda převedla GKO v objemu asi 43 mld. dolarů do dluhopisů se splatností tři až pět let. Kdo včas neutekl, zůstal "u ledu". Dne 2. září ruská centrální banka oznámila, že rubl přechází z řízeného

²¹⁰ Dobré pojednání o ruské krizi v roce 1997 je například v Desai, P.: *Why did the ruble collapse in August 1997?* The American Economic Review, 2000, 90(2), 48-52.

²¹¹ Historie hedžového fondu LTCM (*Long-Term Capital Management*) je popsána v knize Jílek, J.: *Deriváty, hedžové fondy a offshotové společnosti*. Grada Publishing, Praha 2006.

plovoucího kurzu (*floating peg*) na plovoucí kurz. Do 21. září rubl spadl na 21 rublů za dolar.

Znamenalo to, že jestliže zahraniční banky prodaly ruble za dolary ruským bankám v předem stanoveném kurzu, dolary od ruských bank neobdržely. Západní banky měly obrovské ztráty. Credit Suisse First Boston, která si vybudovala v Rusku vedoucí pozici, ztratila podle své výroční zprávy 1,3 mld. dolarů. UBS ztratila asi 200 mil. dolarů. Zdálo se, že hedžové fondy budou uchráněny, neboť přímo na ruském trhu neobchodovaly. Avšak některé z nich zbankrotovaly. LTCM měl na vznikajících trzích ztrátu pouze 400 mil. dolarů. Sorosův hedžový fond ztratil 2 mld. dolarů. Zahraniční investoři a instituce v ruské krizi v srpnu 1998 "utopili" zhruba 100 mld. dolarů, počet ruských bank se ze 3 000 ztenčil na polovinu, střadatelé přišli devalvací o většinu svých úspor. Celá ekonomika se otřásla v základech, ale vzpamatovala se rychle.

Investiční banky najednou likvidovaly své pozice, a to bez ohledu na jejich ziskovost. Totéž se dělo v mnoha hedžových fondech. Během posledních dvou srpnových týdnů se každý snažil skončit se složitými peněžními "stroji". Rozdíl v rozpětí mezi dlouhodobými swapovými úrokovými mírami a dlouhodobou výnosností státních dluhopisů ve Velké Británii a v Německu se náhle zvýšil z 0,25 na 0,75 %. LTCM okamžitě ztratil 200 mil. dolarů. Podobně se zvyšovala úvěrová rozpětí v USA.

Dealeři situaci charakterizovali jako "let za kvalitou" (*flight to quality*) či jako "let za likviditou" (*flight to liquidity*). Podobně zničující byl dopad na diverzifikaci. Běžně platí, že výsledné riziko dvou aktiv je nižší než součet rizik jednotlivých aktiv, neboť zvýšení ceny jednoho aktiva může být spojeno se snížením ceny druhého aktiva. Nyní se ale ceny všech aktiv pohybovaly v jednom směru. Nákaza se šířila světem. Běžné ekonomické závislosti najednou neplatily. Zbortily se modely výnosových křivek. Peněžní "stroje" jeden po druhém selhávaly. Kolaboval intelektuální svět financí a také osobní bohatství finančníků. Na pokraji bankrotu se ocitla dokonce i Argentina.

2.16.13 Selhání Argentiny v roce 2002

V roce 1991 argentinský prezident Carlos Menem a jeho hlavní ekonomický ministr Domingo Cavallo napevno připoutali peso k americkému dolaru v kurzu 1:1 v rámci měnového výboru. Měnový výbor je považován za odolnější vůči krizi a spekulacím tlakům než standardní režim pevného měnového kurzu. Byl to vynikající tah, neboť téměř okamžitě zastavili hyperinflaci. Tato pevná kotva zajistila, že Argentina nebyla zasažena měnovými krizemi v letech 1997 a 1998. Vazba na dolar dala velkou jistotu investorům a díky nim pak ekonomika výrazně rostla.

Ještě v roce 1999 argentinská ekonomika vypadala slušně, ale postupně se dostávala do recese. Obnovení hospodářského růstu nebylo možné bez zahraničního financování. To však nebylo možné bez hospodářského oživení. Argentina neměla k dispozici prakticky žádný nástroj hospodářské politiky, jak hospodářský růst podpořit a přilákat tak zahraniční investory. Špatná finanční situace veřejných rozpočtů znemožňovala podpořit domácí poptávku fiskální expanzí. V roce 2000 si Argentina ve světě půjčila 40 mld. dolarů. Z toho 14 mld. dolarů poskytl MMF, 1 mld. dolarů Inter-American Development Bank, 0,8 mld. dolarů Světová banka a 0,5 mld. dolarů Španělsko. Úvěr však MMF podmínil tím, že vláda začne snižovat obrovský deficit veřejných financí dosahující 130 mld. dolarů (z toho 90 mld. dolarů připadalo na zahraniční dluh). Prezident Fernando de la Rúa přišel s plánem "ještě letos s nulovým deficitem".

V roce 2001 objem schválené finanční pomoci od MMF byl zvýšen z 5,4 mld. na 10,6 mld. SDR. Avšak plánovaný růst se nedostavil. Vývozcům byly přiznány různé daňové úlevy a příplatky, a naopak na dovoz bylo uvaleno zvýšené clo. Cílem bylo omezit dovoz a podpořit vývoz. V létě 2001 svět psal o hrozícím bankrotu Argentiny jako o hotové věci. Přesto se v srpnu MMF pod politickým tlakem USA nechal přemluvit k úvěru 8 mld. dolarů.

V létě 2001 zahraniční investoři Argentinu odstříhli. Vládě nezbylo nic jiného než přijmout zákon o nulovém rozpočtovém schodku. Ve druhé polovině roku 2001 nesměly rozpočtové výdaje převýšit rozpočtové příjmy. Státním zaměstnancům byly platy sníženy o 13 %, což vyvolalo bouřlivé demonstrace. Restriktivní rozpočtová politika v roce 2000 způsobila utlumení růstu a další pokles již nízkých daňových příjmů. Dále Argentina restrukturalizovala zahraniční dluh. Dluh splatný v letech 2001 až 2005 nahradila dluhem s delší splatností. Tím odsunula splátky do období po roce 2006. Tato operace měla za následek výrazné zvýšení dluhové služby ve střednědobém horizontu, protože bylo nutné investorům nabídnout vyšší úrokové míry.

V polovině roku 2001 MMF na naléhání Argentiny přistoupil na další navýšení objemu finanční pomoci z 10,6 mld. na téměř 17 mld. SDR. Ale ani tato pomoc nepomohla. V srpnu a září 2001 na mezinárodním trhu prudce klesala hodnota argentinského zahraničního dluhu. Splácení zahraničního dluhu bylo pozastaveno. Očekával se konec pevného kurzu pesa. Argentinská vláda přijala další opatření, aby dosáhla nulového rozpočtového schodku. Současně však prudce klesaly daňové příjmy, neboť ekonomická aktivita klesala. V prosinci 2001 bylo zřejmé, že Argentina nebude schopna dosáhnout nulový rozpočtový schodek. Došlo k bankovní panice, zavedení bankovních prázdnin, zmrazení vkladů a přijetí opatření k zamezení odlivu kapitálu. Hospodářská krize vyvrcholila sociálními nepokoji, pádem vlády prezidenta de la Rúa a střídáním dalších prezidentů.

Vláda mohla devalvovat, aby se země vyhnula bankrotu, ale to nebylo přijatelné pro politiky. Mnoho lidí mělo úvěry v dolarech a silné peso bylo národní modlou. Nakonec přišel bankrot i devalvace současně. Po několika letech recese, na jejímž konci byl zhruba 20% pokles ekonomiky a spolu s tím armáda nezaměstnaných, v prosinci 2001 Argentina odmítla splácet dluhopisy, které mělo půl miliónů držitelů po celém světě. V neděli **6. ledna 2002** kongres schválil devalvací argentinského pesa o 29 %. Po deseti letech skončila pevná vazba argentinského pesa na dolar v kurzu 1:1 a opuštění měnového výboru. Byl zaveden systém duálního kurzu: pro oficiální operace, především vývoz a dovoz, platil nový pevný kurz 1,4 peso za dolar, pro ostatní operace byl kurz plovoucí.

Plovoucí kurz dne 11. ledna 2002 způsobil oslabení pesa a kurz klesl na 1,7 pesa za dolar. Dne 3. února 2002 vláda sjednotila měnový kurz na plovoucí. Tehdy kurz pesa klesl asi na 2 pesa za dolar. Na konci roku 2002 kurz byl 3,40 pesa za dolar. Stejně se propadla i životní úroveň Argentinců. V roce 2002 pokles HDP činil asi 10 %. V kdysi bohaté zemi latinské Ameriky se ocitlo 14 mil. lidí, tedy dva z pěti, pod hranicí chudoby (na konci roku 2002 pod hranicí chudoby žilo už více než polovina z 37 milionů obyvatel). Argentina se navíc odvrátila od tržní k plánované ekonomice, vláda určovala ceny základního zboží v obchodech. Scénář na záchranu ekonomiky znamenal masivní ztráty mnoha bank a podniků. Najednou se objevili "chytří" kritici pevného měnového kurzu, kteří tvrdili, že za krizi může pevný měnový kurz.

Překvapivá byla rychlost, s jakou se tamní zázrak zhroutil. Předtím na této zemi nebylo nic divného, kromě příliš silné měny. Horší než pevný kurz bylo, že od poloviny 90. let vláda skončila s reformami a kupovala si popularitu za cenu čím dál vyšších dluhů. Celá země žila na dluh a vláda nezodpovědně plýtvala. Investoři neměli důvěru v zemi s velkým schodkem zahraničního obchodu, s děravým rozpočtem a s nadhodnocenou měnou. Stačilo, aby zeslábl příliv zahraničního kapitálu, protože investoři z nějakého důvodu ztratí optimismus. Dosud silná měna se znehodnotila, jelikož se po ní snížila poptávka.

Argentinská ekonomika se stala během 90. let značně dolarizovanou zemí. Například banky měly značnou část vkladů v dolarech, ale úvěry domácím podnikům poskytovaly do značné míry v domácí měně. Devalvace domácí měny měla pak za následek výrazné zhoršení finanční situace bank.

Argentina neměla volbu. Bez opuštění nadhodnocené měny by se z těžké krize nikdy nedostala. Všechna aktiva v pesu byla totiž kvůli kurzu velmi drahá a nebylo možné prodat je v zahraničí. Podniky proto krachovaly a zvyšovala se nezaměstnanost. Kromě toho, že plat každého člověka byl rázem o třetinu nižší, se lidé nedostali ke svým úsporám v bankách. Ty vláda na dva roky zmrazila. Státním zaměstnancům a důchodcům navíc hrozila, že se ocitnou zcela bez peněz, neboť stát už neměl ani peso na výplaty platů a na penze.

Banky a podniky počítaly ztráty v miliardách dolarů. Většina z nich byla v rukou investorů ze zemí EU a USA. Těžkých problémů se báli hlavně Španělé, jimž patřila velká část argentinské ekonomiky. Španělští a francouzští politici ještě před devalvací silně tlačili na argentinský vládní tým, aby zmírnil dopad reformy na jejich podniky. Španělský ministr zahraničí José Maria Aznar neváhal přes víkend v telefonátu připomenout argentinskému prezidentovi, aby si dobře vzpomněl, že Španělsko před rokem Argentině pomohlo miliardou dolarů. Podobně agitovali i Francouzi. Prezident Duhalde však odmítl ustoupit.

Pád Argentiny tvrdě poznamenal řadu evropských společností. Ztráty bank byly nevyhnutelné a odhadovaly se na 10 až 20 mld. dolarů. Vláda nařídila bankám převést hypoteční úvěry a úvěry rodin a drobných podniků do 100 000 dolarů z dolarů na pesa ještě před jeho devalvací. Ostatní úvěry se lidem prodražily nejméně o třetinu, neboť zůstaly v dolarech. A mnozí už neměli na jejich splátky. I účty za energie či telefon byly v dolarech také téměř o třetinu vyšší. Argentina chtěla co nejdříve začít vyjednávat s investory, kteří jí úvěrovali 141 mld. dolary. Žádala zároveň mezinárodní instituce o urgentní pomoc 15 až 20 mld. dolarů, aby zabránila dalším sociálním nepokojům.

Podívejme se v této souvislosti na události v **Brazílii**. V letech 1998 a 1999 Brazílie devalvovala svou měnu. Dluh veřejného sektoru vzrostl na 245 mld. dolarů (56 % HDP). Úroková míra dosáhla 18,5 % a inflace byla na úrovni 7 %. Do roku 2002 veřejný dluh Brazílie vzrostl 300 mld. dolarů (60 % HDP) a v roce 2002 zažila měnový otřes. V červnu 2002 se kurz brazilského realu k dolaru propadl na historicky nejnižší úroveň. Vznikly vážné obavy, aby země nedopadla stejně jako Argentina. Ceny akcií na brazilské burze také spadly a zahraniční investoři ze země prchali. Brazílie vytvořila dostatečný a nepopulární rozpočtový přebytek. Zatímco dluh Argentiny byl v dolarech, brazilský dluh byl v domácí měně a věřitelé jsou především brazilské instituce. V srpnu 2002 schválil MMF Brazílii rekordní úvěr 30 mld. dolarů. Do té doby MMF tak velký úvěr žádné zemi neposkytl. USA měly silný zájem na tom, aby se největší ekonomika v Latinské Americe vzpamatovala.

V roce 2002 se **Uruguay** dostala do potíží pouze proto, že sousedí s Argentinou. Už předtím se sem přelévala z Argentiny vleklá recese a vysoká nezaměstnanost. V létě byl tlak na měnu tak velký, že vláda musela devalvovat. Avšak do uruguayských bank si Argentinci tradičně ukládají peníze. Během své krize je začali hromadně vybírat, k nim se přidali znervóznělí Uruguayci, až na konci července 2002 musela vláda v Montevideu banky zavřít a ve dvou státních zmrazila dlouhodobé vklady. Tehdy zasáhl MMF s překlenovacím úvěrem 3,8 mld. dolarů. Od té doby se situace zklidnila a země je z nejhoršího venku.

Argentina provedla **restrukturalizaci svého dluhu** výměnou dluhopisů. Za původní dluhopisy v hodnotě asi 102,6 mld. dolarů včetně úroků (bez úroků 81,8 mld. dolarů) ve čtyřech měnách Argentina věřitelům nabídla jen 41,8 mld. dolarů, tedy

zhruba třetinu. Většinu držitelů nabídka původně rozhořčila. Nakonec 76 % držitelů dluhopisů přijalo nabídku Argentiny na výměnu starých dluhopisů za nové. Nabídka byla ukončena 25. února 2005. Nové dluhopisy Argentina předala věřitelům v květnu 2005. Investoři dostali za staré dluhopisy v objemu 62,3 mld. dolarů nové dluhopisy v hodnotě 35,3 mld. dolarů. Nové dluhopisy Bank of New York přihlásila do clearingových systémů. Ty je pak převedly investorům prostřednictvím tisíců bank, které zprostředkovávají obchody s cennými papíry.

S držiteli státních dluhopisů, kteří nepřistoupili na výměnu dluhopisů, Argentina nemínila jednat. Nezbylo jim nic jiného, než případně pohledávku vymáhat soudně. To je ale časově náročné a hrozilo, že nakonec odejdou s prázdnými rukama. Argentina investory varovala, že nevyměněné dluhopisy zřejmě zůstanou v platební neschopnosti "po neomezenou dobu". Pohrozila také, že ty investory, kteří by chtěli vymáhat náhradu soudně, by mohla Argentina sama žalovat. Proti podmínkám byla především Itálie, která poukazovala na to, že do dluhopisů investovali i italští důchodci. Někteří z nich přitom do těchto cenných papírů vložili valnou část celoživotních úspor. Mezi investory byly místní penzijní fondy, americké investiční banky a statisíce italských důchodců, kteří byli k investici přilákání ekonomickým úspěchem země v 90. letech. Argentina byla v minulosti jedním z hlavních cílů italské emigrace. Velký podíl argentinských dluhopisů drželi i Němci.

Restrukturalizací se Argentina zbavila dluhů a dostala se z největšího státního bankrotu v dějinách lidstva. Výměna argentinských dluhopisů způsobila největší ztrátu, kterou kdy utrpěli ti, kteří kdy investovali do státního dluhu. Investoři ztratili asi 60 % svých investic. U Ruska a Ekvádoru, které provedly restrukturalizaci dluhů v 90. letech, utrpěli investoři ztráty 30 až 35 %. Tvrdý postoj vůči zahraničním věřitelům pomohl k popularitě argentinského prezidenta u voličů.

2.16.14 Projekty PPP

a) Podstata PPP

Pro několik posledních desetiletí je ve vyspělých zemích patrný gigantický nárůst veřejného dluhu. Moderní doba přinesla v zadlužování veřejných rozpočtů nový fenomén, tzv. **spolupráci veřejného a soukromého sektoru** (*public private partnership*, PPP). PPP definuje každý po svém. PPP představuje investici soukromého sektoru do veřejné infrastruktury, poté dlouhodobé poskytování služeb soukromým sektorem s tím, že investiční a provozní rizika nese soukromý sektor, a poté se vlastníkem vybudované infrastruktury stane veřejný sektor. Za využívání služeb může platit:

- konečný spotřebitel; jedná se o tzv. koncesní model; příkladem je silniční mýto,
- veřejný sektor.

Tak u PPP veřejný sektor přímo nebuduje ani neprovozuje určitou stavbu, ale činí tak soukromý podnik. Veřejný sektor vystupuje při převzetí investice. PPP běžně předpokládá, že soukromý partner ponese zodpovědnost za výstavbu nových nebo přestavbu stávajících staveb, které potom soukromá společnost po určitou dobu provozuje. Na konci smluvního vztahu jsou stavby převedeny na veřejný sektor. Tím se PPP odlišuje od veřejných zakázek. Avšak v praxi jsou smlouvy veřejného sektoru se soukromou společností bohužel sjednávány většinou tak, že soukromý sektor investiční a provozní rizika příliš nenese a nese je veřejný sektor.

Právně se jedná například o pronájem, leasing, smlouvu o provozu a řízení, smlouvu o poskytování služeb či delegování (*outsourcing*) ve veřejné správě. PPP bývá nejčastěji využíváno při velkých infrastrukturálních projektech v oblasti dopravy, energetiky, telekomunikací, vodního a odpadového hospodářství. Soukromé podniky takto staví a provozují dálnice, mosty, nemocnice, věznice, čistírny odpadních vod a další projekty, které tradičně vykonává veřejný sektor. Na rozdíl od běžných veřejných zakázek jsou projekty PPP dlouhodobé, obvykle 20 až 40 let, a nesplácují se ihned po jejich dokončení.

Jediným důvodem existence PPP projektů je, že **zadlužení z projektů PPP se běžně nezahrnuje do veřejného dluhu. Proto PPP je metoda, kterou se zadlužují veřejné rozpočty, aniž se toto zadlužení projeví v oficiální výši veřejného dluhu.** Jinými slovy, značné investice do projektů PPP probíhají i při omezených rozpočtových zdrojích na momentální veřejné výdaje. Výdaje se u PPP odkládají do budoucnosti a k dopadu na veřejný rozpočet dochází později. V posledních letech některé země (například Portugalsko) mají značné problémy s úhradou PPP.

Tak lze opticky vylepšit hospodaření veřejných institucí. Eurostat, Evropská komise a OECD jsou si těchto podvodů některých zemí EU vědomy a snaží se o transparentní zachycení svých závazků spojených s PPP. Tím zemím omezují prostor pro optické vylepšování jejich skutečné fiskální situace. Potom však mizí jediný důvod existence projektů PPP. Zcela oprávněně existují vážné obavy, že se veřejné rozpočty díky PPP projektům zadluží tak, že nebudou schopny dluhy splácet. Transparency International pochopitelně před projekty PPP varuje, neboť jsou pro veřejné rozpočty podstatně větším ohrožením než běžné veřejné zakázky.

PPP preferují politici, různí poradci, blázniví akademici, nikoli však skuteční ekonomové. Politická atraktivita PPP je zřejmá. Politik, který přestřihne pásku, získává voliče. Až dojde na splácení, bude v důchodu. Taková hračka se politikům líbí. Užitek mají ihned a náklady přenesou na příští období. Politici, kteří o realizaci PPP rozhodují, tak mohou snadno a nekontrolovaně zadlužit veřejné instituce. Jejich mandát je podstatně kratší než je splatnost projektu. Tímto způsobem politici sbírají pro sebe politické body a zadlužení přenášejí na jiné politiky. Obliba PPP je v tom, že místo velkých počátečních výdajů se stát zaváže k budoucím závazkům (platbám) soukromému subjektu, který projekt realizuje a financuje. Úředníci preferují

PPP proto, že na počátku neexistují investiční výdaje a snadno se takto obejdou rozpočtová omezení.

Projekty PPP byly realizovány, přestože je to dražší a pro veřejné rozpočty nevýhodné v porovnání s financováním tradičním způsobem. PPP slouží jako nástroj optického snížení dnešních schodků a jejich přenesení do budoucnosti. Jedná se o běžný účetní trik, neboť veřejný sektor musí nakonec veškeré své závazky splatit. Nebezpečí PPP spočívá v přestřelení finančních únosnosti veřejných rozpočtů v delším časovém horizontu. Politici tak mohou dnes slibovat nekonečné výdaje z veřejných rozpočtů bez ohledu na budoucí zátěž.

Metoda PPP může být atraktivní pro země vstupující do eurozóny. Maastrichtské kritérium pro veřejný dluh, tedy 60 % HDP, do celkového veřejného dluhu zahrnuje i vystavené záruky veřejného sektoru a budoucí splátky, které se veřejný sektor zavázal hradit. Pokud se tedy vláda zaváže platit soukromému subjektu pravidelné splátky na výstavbu dálnice, nemocnice apod., potom tento závazek spadá do veřejného dluhu. Avšak modely PPP mohou posloužit jako dočasná výpomoc při plnění jiného maastrichtského kritéria, a to deficitu veřejných rozpočtů, což jsou 3 % HDP. Země může opticky vyhovět požadavkům na fiskální deficit. Některé země takto splnily toto maastrichtské kritérium.

Pokud totiž veřejnou službu buduje pro stát soukromý investor, pak je výstavba financována z jeho, tedy soukromých zdrojů, či si půjčí u banky, a nikoli ze státního rozpočtu. Kdyby například výstavbu nové dálnice financoval stát, musel by nalézt peníze v daném roce v rozpočtu daného ministerstva. Pokud ale staví soukromý subjekt, potom se výstavba této veřejné služby v daném roce nepromítne do rozpočtu. Znamená to, že vláda může dále hospodařit s celým rozpočtem, aniž by musela vyčlenit výdaje na výstavbu dálnice. Avšak v delším období stát samozřejmě musí platit splátky, které již jsou z příštích rozpočtů.

Projekty PPP mají výrazně vyšší náklady v porovnání s klasickým financováním z veřejného rozpočtu. Evropská investiční banka nedávno porovnávala náklady na výstavbu dálnic v režimu PPP a veřejné zakázky. Zjistila, že náklady na projekty PPP jsou v průměru o 24 % dražší než na veřejné zakázky.²¹² Podobné závěry existují i ve studiích o britských dálnicích.²¹³ **Navýšení nákladů o 20 až 30 % je typické pro všechny projekty PPP.**

²¹² Blanc-Brude, F. - Goldsmith, H. - Väilä, T.: *Exa ante construction costs in the european road sector: a comparison of public-private partnerships and traditional public procurement*. European investment bank, Economic and financial report 2006/01. Luxembourg, 2006.

²¹³ Flyvbjerg, B.: *Procedures for dealing with optimism bias in transport planning*. The British department for transport. Londýn 2004.

Je nezpochybnitelným faktem, že **současná hodnota budoucích splátek PPP z veřejných rozpočtů je vyšší než dnešní náklady soukromého sektoru na vybudování daného objektu zvýšené o současnou hodnotu budoucích plateb soukromého sektoru na udržování daného objektu po dobu PPP (po případném snížení o koncesionářské poplatky soukromému sektoru)**. Jinými slovy, PPP jsou drahé a **emise dluhopisů veřejného sektoru na stejné projekty vychází pro veřejný sektor levněji**. V tom spočívá **ekonomická nevýhodnost PPP pro veřejné instituce a stejně velká výhodnost pro soukromý sektor**.

V rámci této obecné skutečnosti také platí, že úrokové náklady PPP dopadající na veřejný rozpočet jsou v porovnání s úrokovými náklady klasického financování emisí dluhopisů vyšší. Důvodem je jednak dlouhodobost projektů (posun po výnosové křivce do delších splatností) a jednak vyšší úvěrové riziko soukromého podniku. Podle obecného pravidla jsou úrokové náklady veřejných institucí nižší než úrokové náklady soukromých společností v dané zemi. Jinými slovy, například emise podnikových dluhopisů má vyšší výnosnost, než je výnosnost státních dluhopisů. Tyto úrokové náklady lze stanovit jako vnitřní výnosnost do splatnosti projektu, přičemž známe dnešní cenu investice a budoucí splátky. To však politici občanům neprezentují a občan není schopen provést vlastní analýzu. V praxi se bohužel běžně rozhoduje mezi PPP nebo žádným projektem, protože na momentální výdaje nebývají v rozpočtu peníze.

Politici vodí občany za nos a deklarují lepší služby a celkové nižší náklady. Vládní "ekonomové" v novinových článcích metodu PPP vychvalují a píší o "úspoře nákladů". Opak je vždy pravdou. U PPP dochází ke zvýšení celkových nákladů v porovnání s tradičním financováním. PPP jsou výhodné pro soukromé podniky, které tyjí na veřejném sektoru. Aktivními zastánci PPP jsou kromě politiků také různé poradenské společnosti, které se na PPP přizívají. Vážným problémem projektů PPP je jejich neprůhlednost. Tradiční postup veřejné soutěže a emise státních dluhopisů je průhlednější.

Podle zastánců PPP by stát měl provozovat jen omezené množství veřejných služeb a spíše podporovat soutěžní prostředí a pověřit poskytováním těchto služeb sektor soukromý. Veřejný sektor by se měl stát manažerem, který se při výstavbě či rekonstrukci infrastruktury rozhoduje na základě porovnání standardního způsobu budování a provozu zařízení s alternativními způsoby. Pokud by však veřejný sektor komplexně zhodnotil ekonomické ukazatele, potom by se nikdy pro PPP nerozhodl, neboť PPP je vždy pro veřejný sektor dražší. To, že se veřejný sektor někdy rozhodne pro PPP, je dáno potřebou ukrýt veřejný dluh před voliči, tj. jedná se o politické rozhodnutí.

Projekty PPP byly realizovány pouze v několika zemích. Metoda má kořeny ve Velké Británii, kde PPP byla jedním z hitů Blairovy vlády. Do reklamy britského "vynálezu" se zapojila i královská rodina. Metoda pomohla opticky snížit zadlužení britských veřejných rozpočtů v době, kdy veřejné finance byly pod velkým tlakem.

Přesto ve Velké Británii bylo dosud uzavřeno jen asi 600 smluv na PPP. Takto se postavily některé školy, nemocnice a věznice. Během pěti let 1999 až 2003 se takto uskutečnily projekty za pouhých 14 mld. liber. V průběhu 90. let se PPP mírně rozšířily do dalších zemí, jako Irsko, Portugalsko, Nizozemí, Itálie a Španělsko. Z mimoevropských zemí PPP v nepatrné míře existují v USA, Kanadě, Chile, Austrálii, Japonsku a Jihoafrické republice. Je zřejmé, že PPP nejsou ve světě nijak masově rozšířeny.

Systém PPP ve světě vedl k řadě problémů. Mnoho zemí má s PPP záporné zkušenosti. V mnoha vyspělých zemích projekty PPP nefungují. Například ve Velké Británii odpovědnost za 2/3 sítě londýnského metra byla přenesena na konsorcium Metronet, které v roce 2003 nabídlo investice 17 mld. liber během 30 let. Zbytek přešel na Tube Lines, které by mělo investovat 4,4 mld. liber během 7 let. London Underground nadále metro provozuje. Státní rozpočet platí více, než kdyby investice financoval emisí svých dluhopisů.

V Irsku se postavila škola, která za 10 let spadla (soukromá společnost minimalizuje náklady i na úkor bezpečnosti staveb). V některých zemích se postavily úseky dálnic příliš draze, jako např. úsek mezi Budapeští a Vídní. Plán vypadal pro Maďarsko slibně. Stát se měl podílet na nákladech, které převyšovaly 5 mld. dolarů. Zbytek mělo nést konsorcium bank a mezinárodních podniků. Ty ale po dostavbě dálnice začaly vybírat nepřiměřeně vysoké mýtné. Pro Maďary to bylo příliš a dálnici nevyužívaly. Doprava zůstala na starých komunikacích. A společnosti Eurotunnel, která financovala podmořskou cestu pod Lamanšským průlivem, hrozil krach.

Existují různé PPP modely, které se historicky v jednotlivých zemích vytvořily. Ve Velké Británii jsou nazvány iniciativy soukromého financování (*private finance initiative*, PFI). V mnoha zemích jde o metodu postav, provozuj a převed' (*built, operate, transfer*, BOT), navrhni, postav, provozuj a převed' (*design, build, operate and transfer*, DBOT) či vyviň, provozuj a převed' (*develop, operate, transfer*, DOT). Některé země převzaly rakouský model PPP, kdy veřejný subjekt založí dceřinou společnost se 100% podílem. Tato společnost následně vlastní vybudovanou infrastrukturu, kterou dále pronajímá soukromému koncesionáři. Koncesionář pak danou infrastrukturu používá k poskytování veřejné služby.

První projekty v Číně počítaly v 80. letech minulého století se zakládáním společných podniků. Proces výběru partnerů probíhal většinou formou veřejných zakázek, na základě dvou zákonů o propojení čínských podniků se zahraničními investory. Změna nastala v roce 1996, kdy se Asijská rozvojová banka snažila přilákat další zahraniční investory formou veřejné diskuse o kritických částech projektů BOT v Číně. Vláda angažovala mezinárodní poradce, kteří měli za úkol standardizovat procesy i dokumenty potřebné pro realizaci projektů BOT. Mezi první projekty patřila výstavba elektráren a tunelů spojující ostrov Hongkong s pevninou.

b) Dálnice D47

V České republice začaly PPP návrhem na výstavbu dálnice D47. Projekt dopadl katastrofálně. Stát se pokusil o výstavbu dálnice D47 (Lipník nad Bečvou-Ostrava-Bohumín) s izraelskou společností Housing & Construction (CZ). Od smlouvy nakonec na základě tlaku veřejnosti ustoupil. Smlouva byla silně nevýhodná pro stát. Ministerstvo dopravy ji naštěstí vypovědělo i za cenu vysokých sankcí.

Úvodní jednání o stavbě **dálnice D47** tehdejšího premiéra Miloše Zemana s izraelskou společností Shiran, která projekt vymyslela, se datují na léto roku 2000. V září 2000 se premiér Zeman po přímlově svého asistenta Jaromíra Kuči sešel s izraelskými podnikateli ze společnosti Shiran, kteří měli zájem stavět D47. V únoru 2001 místopředseda vlády Vladimír Špidla a ministr dopravy Jaromír Schling jednali se Sdružením pro výstavbu dálnice. V březnu 2001 vláda přiklepla dálnici společnosti Housing & Construction (CZ), a to **bez výběrového řízení**. Ve společnosti Housing & Construction (CZ) měla společnost Shiran menšinový podíl.

V květnu 2002 ministerstvo vypovědělo smlouvu se společností Mott MacDonald, kterou si původně najalo jako poradce na projekt D47. Společnost prohlásila, že transakce je pro stát nevýhodná. Ve stejném měsíci Zeman a Schling slavnostně zahájili výstavbu dálnice poklepáním na základní kámen. V červnu 2002 vláda schválila smlouvu se společností Housing & Construction (CZ), tj. jen krátce předtím, než po volbách podala demisi. Smlouva byla uzavřena. Zeman vehementně prosazoval, aby dálnici D47 postavila společnost Housing & Construction (CZ).

Společnost Housing & Construction (CZ) měla dálnici vybudovat podle modelu BOT. Původní smlouva stanovila, že soukromý investor bude 80kilometrovou D47 postupně uvádět do provozu v letech 2007 až 2009. V průběhu 25 let by musel stát za ni splácet ročně asi 8 mld. Kč. Po uhrazení celé smlouvou stanovené částky by pak stát převzal v roce 2032 dálnici do svého vlastnictví.

V tu dobu už přitom několik členů Zemanovy vlády znalo důležitou informaci, že ruská prokuratura vyšetřovala obří korupční skandál, který stál post bývalého mocného ministra dopravy Nikolaje Aksjoněnka. Stanislav Gross o potížích Shiranu v Rusku věděl, a proto pro projekt nehlasoval. Opačně se zachoval tehdejší ministr dopravy Schling. Rusové si mysleli, že v jejich kauze hráli důležitou roli klíčové postavy společnosti Shiran: Shimon Jakobson a Oded Harel. Generální prokurátor Ruské federace dokonce vyslal svého emisara do Prahy, aby oba muže vyslechl. Ruská prokuratura požádala Nejvyšší státní zastupitelství o zajištění výsledků Jakobsona a Harela. Žádost byla odůvodněna trestním stíháním ve věci finančních machinací a daňových úniků. Ruské úřady podezíraly společnost Shiran z praní špinavých peněz.

Shiran byla v Ruské federaci mimo jiné největším přepravním podnikem zboží po železnici. Ministerstvo dopravy prý této společnosti účtovalo podezřele nízké poplatky za železniční přepravu surovin pro těžký průmysl. Od ledna do října 2001 tak měla ruská federální železnice přijít o 24 mil. dolarů, které byly údajně převedeny na účet Shiranu v rakouské bance Austria International Privat Kunden. Podle ruské prokuratury tyto nezákonně získané peníze pak byly legalizovány (tj. vyprány) při podnikání Shiranu nejen v Ruské federaci, ale i v České republice a na Slovensku. Skandál na ruské železnici vedl k pádu tamního ministra dopravy Nikolaje Aksjoněna, který byl obviněn z finančních machinací, daňových úniků a z korupce.

V listopadu 2002 nový ministr dopravy Milan Šimonovský pojal podezření, že projekt provázela korupce. Policie zahájila vyšetřování. Šimonovský ostře napadl smlouvu uzavřenou v červnu 2002. Vláda uložila Šimonovskému, aby s izraelskou společností jednal o změnách smlouvy. Šimonovský přitom několikrát uvedl, že smlouvu nelze vypovědět. Ze smlouvy však jasně vyplývá, že to možné bylo. Stát by musel zaplatit sankci ve výši 15 mil. eur. Společnost Mott MacDonald, bývalý poradce ministra ministerstva dopravy pro stavbu dálnice, vypovězení smlouvy doporučila. Mott MacDonald tvrdila, že D47 je možné postavit za 47,7 mld. Kč.

Vláda smlouvu vypověděla v březnu 2003. Bylo to nejlepší, co mohla učinit. Smlouva s Housing & Construction (CZ) byla pro stát silně nevýhodná. Ze splátkového kalendáře údajně vyplývá, že **stát měl celkem uhradit 215 mld. Kč** (součet všech plateb), přesně 215 857 277 000 Kč. Přitom přímé náklady stavby neměly nepřevýšit 33,4 mld. Kč. Poslední splátka měla být uhrazena až v roce 2032. Finanční model byl supertajný a záměrně příliš složitý pro daňového poplatníka. Vláda voličům tvrdila, že dálnice přijde nejvýše na 125 mld. Kč. "Dohoda je jasná. Nebude to stát víc než 125 mld. Kč. Vše ostatní jsou nesmyslné spekulace," řekl tehdejší ministr kultury Pavel Dostál. Ze znění smlouvy nebylo příliš zřejmé, zda částka 125 mld. Kč byla konečnou částkou. Skutečnou cenu přitom ministři již nejméně od června 2002 znali, neboť byla uvedena ve smlouvě. Projekt byl spojen také s nesmírně drahými expertními posudky.

Pro zajímavost je třeba uvést, že model Evropské investiční banky počítal s celkovou úhradou státu pouze 47,7 mld. Kč. Přitom základní cena stavby činila pouhých 28,0 mld. Kč. Nesporně se jedná ze strany Zemanovy vlády o pokus o megatunel. Vláda udržovala náklady v přísné tajnosti. Je třeba také uvést, že smlouva mezi státem a mezinárodním konsorciem Housing & Construction (CZ) pamatovala pouze na sankce vůči českému státu. V roce 2006 společnost Housing & Construction (CZ) zanikla.

Ještě v roce 2002 po podpisu smlouvy bývalý náčelník armádního generálního štábu Jiří Šedivý se stal předsedou dozorčí rady Housing & Construction (CZ). Čtyřhvězdičkový generál ve výslužbě se rozhodl zapojit do výstavby dálnice i přesto, že ho od toho zrazovala řada vlivných politiků v čele s premiérem Vladimírem

Špidlou. Odmítl i nabídku na velvyslanecké místo podle vlastního výběru i místo viceprezidenta největší tuzemské zbrojovky – vodochodského Aera. Stejně tak zavrhl i nabídku, aby zastupoval stát v dozorčích radách několika strategických podniků, v nichž držel stát významný podíl (například v Aeru a Čepu).

Sociální demokracie údajně přijala v roce 2002 sponzorský dar ve výši 5 mil. Kč od společnosti B. H. Centrum, která byla personálně propojena s konsorciem Housing & Construction (CZ). V orgánech společnosti B. H. Centrum figurovali členové vedení rakouské společnosti Bauholding Strabag AG, která byla přitom jedním ze čtyř členů konsorcia Housing & Construction (CZ). Členy dozorčí rady společnosti B. H. Centrum byli Nematollah Farokhnia a Hannes Truntschnig, oba členové představenstva rakouského Bauholdingu Strabag AG. Bauholding Strabag AG měl ve společnosti Housing & Construction (CZ) podíl 31,66 %, stejný jako britská Halliburton Brown & Root a izraelská Housing & Construction, podle níž bylo pojmenováno celé konsorcium. Zbýlých 5 % držela další izraelská společnost Shiran.

c) PPP v České republice

Od 1. července 2006 je účinný zákon č. 139/2006 Sb., o koncesních smlouvách a koncesním řízení (koncesní zákon), který vytvořil rámec pro projekty PPP. Zákon upravuje podmínky a postup veřejného zadavatele při uzavírání koncesních smluv v rámci PPP. Stanoví proceduru pro výběr koncesionáře (dodavatele) a regulační mechanismy. Koncesní zákon, podle kterého se mají projekty PPP řídit, nastavil stejná pravidla jako mají kritizované veřejné zakázky. Existují názory, že zvláštní úprava koncesí je nadbytečná, neboť okruh vztahů upravený koncesním zákonem by měl podléhat právní úpravě veřejných zakázek. Obtížné je posouzení, zda určitý subjekt podléhá režimu koncesního zákona. Odpovědnost za případnou nesprávnou interpretaci přitom nese zadavatel.

Požadavek některých poslanců, aby projekty obcím schvalovaly například kraje, krajům ministerstva a ministerstvům vláda, nebyl realizován. Například obec, která bude chtít uzavřít koncesní smlouvu se soukromou společností, sice musí požádat o stanovisko ministerstvo financí, jinak ji čeká pokuta. Avšak doporučení resortu pro ni není nijak závazné. Nový zákon se často odvolává na zákon o veřejných zakázkách, který kromě zveřejňování některých informací nezaručuje veřejnosti vůbec nic.

Už při výběru koncesionáře umožňuje koncesní zákon politický vliv na rozhodování v řádné výběrové komisi. Pro veřejnost mohou zůstat tajné části smluv. Samospráva je, stejně jako u některých veřejných zakázek, mohou jednoduše prohlásit za obchodní tajemství. Koncesní smlouva se řídí koncesním zákonem a vztahy, které neupravuje přímo koncesní zákon se řídí obchodním zákoníkem, kde je zakotvena právní úprava ochrany obchodního tajemství.

Poznamenejme, že od 1. ledna 2002 byly projekty PPP obsaženy (koncesionářská smlouva) pro oblast výstavby, údržby a provozování dálnic v zákoně č. 13/1997 Sb., o pozemních komunikacích. Tato právní úprava byla přijata v souvislosti s plánovanou výstavbou dálnice D48. Je pozoruhodné, že se zákonodárce při přípravě koncesního zákona rozhodl tuto zvláštní úpravu zachovat.

Česká republika v roce 2006 připravila několik pilotních projektů PPP v dopravní infrastruktuře, zdravotnictví a justici s celkovými investičními náklady asi 27 mld. Kč. Prvním projektem možná bude výstavba 30 km dálnice D3 Tábor – Bošilec s náklady 15 mld. Kč. Soukromý investor by měl dálnici postavit a poté 20 či 25 let provozovat a za to bude mít právo vybírat poplatky od uživatelů. Kromě toho vláda schválila použití PPP projektů při modernizaci a výstavbu nového úseku železniční trati mezi pražským Masarykovým nádražím a letištěm v Ruzyni (15 až 18 mld. Kč), při výstavbě ubytovny hotelového typu v Ústřední vojenské nemocnici v Praze (440 mil. Kč), dva silniční tunely v Brně (8 mld. Kč), justiční areály v Karlových Varech a v Ústí nad Labem a věznice u Olomouce (1,1 mld. Kč).

První soukromá věznice o počáteční investici 1,1 mld. Kč má být pro 500 vězňů a měla by stát v bývalém vojenském prostoru v Rapoticích u Brna. Stát by měl ročně hradit provozovateli 135 mil. Kč. Dohled nad věznicí si po celou dobu ponechá výhradně stát. Ostrahu zajistí Vězeňská služba.

Do konce roku 2007 byl v České republice dokončen jeden PPP projekt, a to veřejné osvětlení v Praze. Magistrát hlavního města Prahy si na správu a údržbu veřejného osvětlení vybral společnost Eltodo - Citelum. Náklady činily asi 800 mil. Kč. Projekt byl uzavřen v roce 1999 a Eltodo - Citelum bude vlastníkem světelného zařízení a jeho provozovatelem do roku 2013. Poté osvětlení převezme pražský magistrát.

d) Hodnocení

Mnoho výhod projektů PPP lze dosáhnout i bez použití prostředků soukromého sektoru. Veřejný sektor může podepsat smlouvu o výstavbě určitého objektu či smlouvu o dlouhodobém provozu a výstavbě určitého objektu s využitím prostředků veřejného sektoru. Pokud je projekt neúspěšný, doplatí na to veřejný sektor, protože poskytování veřejné služby nelze zastavit.

Preference projektů PPP někdy způsobuje chybné rozhodování, neboť nemusí být vybrány nejpřínosnější projekty. Uvedme britský příklad. Projekty PPP se zaměřovaly na výstavbu nových škol a nikoli na opravu starých škol. Došlo to tak daleko, že místní lidé protestovali proti demolici pěkných starých škol. Dodavatelé staveb totiž preferovali výstavbu nových škol. Jiným příkladem je největší africký projekt PPP na výstavbu železnice spojující Johannesburg a jeho letiště s Pretorií (*Gaustrian project*). Projekt silně zvýhodňuje bohatá bělošská předměstí

Jonannesburgu, kde se trasa finančně vyplatí, na úkor chudých černošských oblastí jako Soweto, kde by se trasa nevyplatila.

Vlády by neměly podléhat jednoduchým argumentům ve prospěch projektů PPP. Velká Británie se rozhodla změnit účetnictví projektů PPP (zahrnování do dluhů), a následně zájem o projekty PPP poklesl. U projektů PPP obecně existují tři okruhy chyb:

- velice častou chybou bývá **malá konkurence při zadávání zakázky**; například ve Velké Británii zadávací řízení u projektu PPP trvá v průměru 3 roky, z čehož polovina období připadá na vyjednávání s jediným dodavatelem, přičemž v jedné třetině projektů jsou během tohoto období provedeny významné změny v projektu; během těchto vyjednávání se zlepšuje pozice soukromého dodavatele a zhoršuje pozice veřejného sektoru, zejména vzhledem k posunu v rozložení rizika; k tomu dochází proto, že veřejný sektor zahájí zadávací řízení, aniž by jasně stanovil své požadavky a předběžně spočítal náklady na projekt; v důsledku toho jsou nabídky dodavatelů předražené,
- **nedostatky ve smlouvách**, zejména ve finančních doložkách, které běžně vycházejí najevo až po několika letech po podepsání smlouvy; zvlášť nebezpečné pro veřejný sektor jsou deriváty vložené do smluv,
- u projektů PPP existuje **politický cyklus**, neboť politici prosazují projekty PPP podle volebního období, tj. tlačí na předčasnou realizaci projektů PPP, aniž jsou zcela připraveny.

Projekty PPP jsou ve všech zemích zadávány jednotlivými veřejnými institucemi, aniž se využívá specializace pracovníků veřejného sektoru. Pracovní skupiny vznikají ad hoc a po výběru dodavatele se rozpustí. Najatí externí pracovníci, jako právníci či auditoři, nejsou schopni řídit celý proces a orientaci v dané problematice pouze předstírají.

2.17 Zdanění dluhových nástrojů

2.17.1 Zdanění přijatých úroků z půjčky, úvěru, vkladu, dluhopisu a směnky v České republice

Podívejme se orientačně na zdanění přijatých úroků z půjčky, úvěru, vkladu, dluhopisu a směnky v České republice podle zákona o daních z příjmů (příklad 2.45). V každém konkrétním případě je třeba důkladně prostudovat relevantní ustanovení zákona.

Příklad 2.45 Zdanění přijatých úroků z půjčky, úvěru, vkladu, dluhopisu a směnky podle zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (stav k 1. lednu 2008)

§ 4

Osvobození od daně

(1) Od daně jsou osvobozeny

- ...
- w) příjmy z prodeje investičních cenných papírů a cenných papírů kolektivního investování podle zvláštního předpisu upravujícího podnikání na kapitálovém trhu, přesáhne-li doba mezi nabytím a převodem těchto cenných papírů při jejich prodeji dobu 6 měsíců, a dále příjmy z podílu připadající na podílový list při zrušení podílového fondu, přesáhne-li doba mezi nabytím podílového listu a dnem vyplacení podílu dobu 6 měsíců. Osvobození se vztahuje pouze na osoby, jejichž celkový podíl, přímý i nepřímý, na základním kapitálu a hlasovacích právech společnosti nepřevyšoval v době 24 měsíců před prodejem cenných papírů 5 %. Doba 6 měsíců mezi nabytím a převodem cenného papíru u téhož poplatníka se nepřerušuje při sloučení nebo splynutí podílových fondů nebo při přeměně uzavřeného podílového fondu na otevřený podílový fond. Osvobození se nevztahuje na příjmy z prodeje cenných papírů, které jsou nebo byly zahrnuty do obchodního majetku, a to do 6 měsíců od ukončení podnikatelské nebo jiné samostatné výdělečné činnosti, a na příjmy z kapitálového majetku. Osvobození se nevztahuje na příjmy z podílu připadající na podílový list při zrušení podílového fondu, který byl nebo je zahrnut do obchodního majetku, a to do 6 měsíců od ukončení podnikatelské nebo jiné samostatné výdělečné činnosti. Při výměně akcií emitentem za jiné akcie o celkové stejné jmenovité hodnotě se doba 6 měsíců mezi nabytím a převodem cenných papírů u téhož poplatníka nepřerušuje; obdobně se postupuje i při výměně podílů, fúzi společností nebo rozdělení společnosti, jsou-li splněny podmínky uvedené v § 23b nebo 23c. Osvobození se nevztahuje na příjmy, které plynou poplatníkovi z budoucího prodeje cenných papírů, uskutečněného v době do 6 měsíců od nabytí, a z budoucího prodeje cenných papírů, které jsou nebo byly zahrnuty do obchodního majetku, a to do 6 měsíců od ukončení podnikatelské nebo jiné samostatné výdělečné činnosti, i když kupní smlouva bude uzavřena až po 6 měsících od nabytí nebo po 6 měsících od ukončení podnikatelské nebo jiné samostatné výdělečné činnosti. Obdobně se postupuje u příjmů plynoucích jako protiplnění menšinovým akcionářům při uplatnění práva hlavního akcionáře na výkup účastnických cenných papírů podle zvláštního právního předpisu^{13d)},

§ 23

Základ daně

(1) Základem daně je rozdíl, o který příjmy, s výjimkou příjmů, které nejsou předmětem daně, a příjmů osvobozených od daně, převyšují výdaje (náklady), a to při respektování jejich věcné a časové souvislosti v daném zdaňovacím období, upravený podle následujících odstavců.

...

(4) Do základu daně podle odstavce 1 se nezahrnují

...

- k) změna reálné hodnoty (oceňovací rozdíl) u pohledávek, které poplatník nabyt a určil k obchodování, o kterých je účtováno jako o nákladu nebo výnosu podle zvláštního právního předpisu,²⁰⁾

...

Příklad 2.45 – pokračování

§ 36

Zvláštní sazba daně

...

(2) Zvláštní sazba daně z příjmů plynoucích ze zdrojů na území České republiky pro poplatníky uvedené v § 2 a 17, pokud není v odstavci 1 stanoveno jinak, činí 15 %^{**}, a to

a) z účasti v akciové společnosti a z podílu na zisku z podílového listu (dále jen "dividendový příjem"), u poplatníků podle § 2 z rozdílu mezi vyplacenou jmenovitou hodnotou dluhopisu včetně vkladního listu nebo vkladu jemu na roveň postaveného a emisním kursem při jejich vydání, z úrokového příjmu z dluhopisu^{35a)}, ze směnky vystavené bankou k zajištění pohledávky vzniklé z vkladu věřitele, vkladního listu a vkladu mu na roveň postavenému^{35b)}, s výjimkou úrokového příjmu z dluhopisu vydaného v zahraničí poplatníkem se sídlem v České republice nebo Českou republikou plynoucího poplatníkovi uvedenému v § 2 odst. 2,

...

b) z příjmů plynoucích fyzickým osobám z úroků, výher a jiných výnosů z vkladů na vkladních knížkách, z úroků z peněžních prostředků na vkladových účtech, z úroků z peněžních prostředků na vkladních listech na jméno a vkladech na jméno jim na roveň postaveným, kdy majitelem vkladu je fyzická osoba, a to po celou dobu trvání vkladového vztahu^{35c)}, z úroků z vkladů na běžných účtech, které podle podmínek banky nejsou určeny k podnikání, např. spořicí účty, devizové účty [§ 8 odst. 1 písm. c)],

^{13d)} § 1831 a následující zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění zákona č. 216/2005 Sb.

²⁰⁾ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

^{35a)} Zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

^{35b)} § 786 a 787 občanského zákoníku.

^{35c)} § 786, 787 a § 783 odst. 3 občanského zákoníku.

U fyzických osob, které nezahrnuly dluhové nástroje do obchodního majetku, jsou přijaté úroky:

- z půjčky, úvěru a směnky jsou dílčím základem daně podle § 8,
- z vkladu a kupón dluhopisu podléhají srážkové dani u zdroje ve výši 15 %.

Při prodeji dluhopisu či směnky (stejně jako v případě akcie) je zisk (rozdíl mezi prodejní cenou a cenou nabytí) dílčím základem daně podle § 8. Přesáhne-li doba mezi nabytím a prodejem těchto cenných papírů při jejich prodeji dobu **6 měsíců**, potom je takový zisk osvobozen od daně z příjmů. Znamená to, že:

- fyzická osoba neplatí daň z úrokového výnosu, pokud kupónový dluhopis prodá v rozhodný den pro výplatu kupónu či před tímto dnem; v rozhodném dnu je NK nejvyšší a investor vlastní dluhopis má ještě nárok na výplatu nejbližšího kupónu; tak v případě, že investor drží dluhopis mezi dvěma rozhodnými dny, neplatí z naběhlého úroku daň z příjmů; je třeba vzít v úvahu, že čistá cena dluhopisu za období držení může klesnout a náklady na prodej a zpětnou koupi dluhopisu mohou být jsou vyšší než uspořené daň z příjmů,

- o fyzická osoba neplatí daň z úrokového výnosu bezkupónového dluhopisu, pokud drží tento dluhopis déle než 6 měsíců; takový dluhopis například vydala v roce 2002 HVB Bank (evidence těchto dluhopisů byla pouze u HVB Bank); pokud investor jej prodá před splatností, vyhne se dani z příjmů.

U fyzických osob, které zahrnují dluhové nástroje do obchodního majetku, jsou přijaté úroky :

- o z půjčky, úvěru a směnky zahrnuté do příjmů z podnikání a z jiné samostatně výdělečné činnosti podle § 7,
- o z vkladu a kupón dluhopisu podléhají srážkové dani u zdroje ve výši 15 %.

U právnických osob se v zásadě vychází z výsledku hospodaření podle účetnictví. Naběhlé úroky či změny reálné hodnoty dluhových nástrojů jsou součástí výsledku hospodaření. U vyplácených kupónů dluhopisů se od 1. ledna 2004 neaplikuje srážková daň, tj. kupón se vyplácí právnické osobě v plné výši.

U právnických i fyzických osob platí:

- o od srážkové daně jsou osvobozeny kupóny u hypotečních zástavních listů, pokud byly emitovány před 1. lednem 2006,
- o při prodeji směnky je daňovým výdajem (nákladem) pořizovací cena směnky, a to jen do výše příjmů z jejího prodeje.

Poněkud složitější je daňové zacházení s **pohledávkami**:

- o změna reálné hodnoty pohledávky se nezahrnuje do daňového základu,
- o daňovým výdajem (nákladem) je pořizovací cena pohledávky nabyté postoupením, a to jen do výše příjmů z jejího následného postoupení,
- o při odpisu pohledávky je daňovým nákladem jmenovitá hodnota pohledávky či pořizovací cena pohledávky, pokud jsou splněny určité předpoklady (např. soud zamítl návrh na prohlášení konkurzu pro nedostatek majetku),
- o tvorbu opravných položek k pohledávkám upravuje zvláštní zákon.

2.17.2 Zdanění poskytnutých úroků v EU

Snad ve všech zemích banka daňovému rezidentovi z vkladu nejprve vyčíslí hrubý úrok a následně jej krátí **srážkovou daní** (*withholding tax*)²¹⁴ a rozdíl připisuje rezidentovi v podobě čistého úroku. Avšak v případě daňových nerezidentů jsou v řadě zemí jejich úrokové výnosy osvobozeny od daně. Banka připsané úroky nedaní a očekává se, že vkladatel připsané hrubé úroky ze zahraničí přihlásí ve své

²¹⁴ **Srážková daň** je odpočet daně plátce příjmu u jeho zdroje před platbou příjemci příjmu. Vynětí ze srážkové daně může být možné podle smluv o zamezení dvojího zdanění, pokud platby směřují z dané země.

zemi a v příslušném daňovém režimu je také zdaní. Realita je ovšem taková, že nerezidenti tuto povinnost neplní a úroky u domácích finančních úřadů nepřiznávají. Připsané hrubé úroky jsou tedy v takovém případě i příjmy čistými. S takovými praktikami chtěla EU skoncovat.

Návrh evropská směrnice o společném systému zdanění příjmů z úspor úrokového charakteru fyzických osob se projednával již od počátku 90. let minulého století. Cílem bylo zabránění daňovým únikům. Tehdy vznikl v EU návrh na efektivní zdanění úroků fyzických osob. Navrhovalo se, aby úroky, které rezident jedné země obdržel z peněz uložených v jiné zemi, byly zdaněny pouze v zemi, kde byla fyzická osoba rezidentem. Zdanění mělo být ve výši sazby, které podléhal celkový příjem fyzické osoby. Znamenalo by to, že země, kde úrok vznik (tj. země, kde fyzická osoba peníze uložila), by informovala o úrocích zemi, kde je fyzická osoba rezidentem.

Hned od počátku bylo však zřejmé, že dohody v této oblasti nebude brzy dosaženo. Země EU se rozdělily. Jedna část souhlasila s výměnou informací o fyzických osobách. Druhá část se postavila jednoznačně proti s odůvodněním, že bankovní tajemství je pro ně přednější a svaté. Tato část zemí také argumentovala, že pro dobré fungování navrženého systému by se k dohodě musely připojit i země mimo EU (alespoň země mimo EU, kde rezidenti zemí EU ve velké míře ukládají peníze). Jinak by totiž fyzické osoby pouze přesunuly peníze do zemí, kde by směrnice EU neplatila. Jinými slovy, část zisků bank zemí EU by se přesunul na banky mimo EU a směrnice by byla neúčinná.

Pro občany původních zemí EU, kde občané asi polovinu příjmů odvedou na daních, jsou stimuly k utajení majetku velmi silné. Proto je pro ně běžné, že spoří ve členských zemích, kde se nevybírá daň z vkladů, a získané úroky pak doma nepřihlašují k řádnému zdanění. Potom úroky zůstávají nezdaněny. Konzervativní odhady uvádí, že v USA mají nerezidenti asi 2 000 mld. dolarů. Další tisíce miliard dolarů mají nerezidenti v investicích, u kterých výnosy také nejsou zdaněny. Švýcarské banky pečují asi o 3 000 mld. franků, které jim svěřily fyzické i právnické osoby. Velká část peněz pochází ze zemí EU. Co je na švýcarských účtech, to je chráněno bankovním tajemstvím a daňové úřady země původu na peníze nedosáhnou. Podobná situace je ve Velké Británii, Monaku, Lucembursku, Lichtenštejnsku, Hongkongu a v dalších zemích.

Uvedme příklad. Českému občanovi se nelíbí zdanění úroků v České republice. Založí si účet v Lucembursku a převede na něj peníze z banky v České republice. Český občan je v Lucembursku daňovým nerezidentem, tj. připsané úroky nejsou v Lucembursku zdaněny. České finanční úřady o účtu českého občana neví a občan přijaté úroky v České republice nepřiznává. Lucembursko proti tomu nic nenamítá, ale české finanční úřady nemohou být spokojeny, neboť České republice unikají daně. Při zbežném pohledu se může zdát, že tuto nepříznivou situaci z pohledu

České republiky může vyřešit bilaterální dohoda mezi Lucemburskem a Českou republikou. Lucembursko je si však vědomo toho, že by takovou dohodou nic nezískalo, ale jenom ztratilo, a proto na žádnou takovou dohodu nepřistoupí. Český občan by jednoduše přesunul svůj účet do jiné země (v EU či mimo EU) s příznivým zdaněním nerezidentů.

Existuje další možné řešení, kterým je sjednání multilaterální dohody v rámci EU. V takovém případě by český občan přesunul účet do země mimo EU, například do Švýcarska. Z takové situace by vytěžily nečlenské země EU, a to na úkor členských zemí EU. Ze zemí EU proti návrhu ostře vystoupily zejména Lucembursko, Rakousko a Belgie. Automatická výměna informací (tj. eroze jejich bankovního tajemství) byla pro ně nepřijatelná a podmínily svůj souhlas tím, že multilaterální dohoda musí zahrnovat i některé země mimo EU.

V EU je Německo postiženo odlivem vkladů nejvíce. Německo v roce 2003 odhadlo, že mimo Německo měli Němci uloženo více než 300 mld. eur. Většina těchto peněz je přenášena přes propustné hranice v kufřících. Je to známá kufříková turistika Němců. Mnozí Němci cestují minimálně jednou ročně do Lucemburska, aby si nechali vyplatit kupóny z dluhopisů. Domů se vracejí s kufříkem peněz. Kufříková turistika se jim vyplatí. V Lucembursku se totiž úroky z dluhopisů nedaní. Vzhledem k vysoké lucemburské diskretnosti se německé finanční úřady nic nedozvědí.

Přes Andorru, která má jen 67 000 obyvatel, každoročně přijede z Francie do Španělska nebo naopak asi 12 miliónů lidí. Kromě turistů tam jezdí i zahraniční obchodníci, spekulanti a lidé, kteří využívají výhod místního bankovního systému. Jejich vklady nejsou zdaňovány a jsou i nezjistitelné pro finanční úřady zemí původu klientů.

Bylo patrné, že multilaterální dohoda v rámci zemí EU musí být spojena s dohodami se zeměmi mimo EU, do kterých by se mohly přesunout peníze fyzických osob-rezidentů zemí EU. Jedná se o země jako jsou USA, Švýcarsko, Monako, Lichtenštejnsko, Hongkong, San Marino, Andorra, závislá a přidružená území Velké Británie a Nizozemí (Guernsey, Jersey, ostrov Man, území v karibské oblasti). Některé tyto země či území mají charakter daňových rájů. V těchto zemích nerezidenti neplatí daně z úroků nebo tyto daně jsou nízké.

2.17.3 Směrnice EU o zdanění úroků

Dne 3. června 2003 schválila Rada ministrů financí zemí EU (ECOFIN) a poté Rada EU směrnici o společném systému zdanění příjmů z úspor úrokového charakteru (*savings directive*):

- *Council directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments.*

Jedná se pouze o zdanění příjmů majících úrokový charakter, tj. včetně kupónů dluhopisů. Směrnice se netýká příjmů z akciových investic či jiných aktiv. Tak se členské země EU po 13 letech sporů a jednání konečně dohodly na nových pravidlech týkajících se bankovního tajemství a zdanění vkladů v cizině. Návrh, který nakonec získal politickou podporu celé unie, je označován za "kompromis kompromisů".²¹⁵ Připouští totiž dvě varianty řešení.

Podle **většinové varianty** si země EU automaticky vyměňují informace o úrokových platbách, které plynou od platebních zprostředkovatelů (většinou bank) fyzickým osobám, jež jsou rezidenty zemí EU. Tak je možné snadno zdaňovat úroky z jejich úspor v domovské zemi a kontrolovat, zda lidé přiznávají všechny příjmy. Zpočátku se měla vztahovat na 12 z 15 zemí unie. Již od 1. května 2004 se tato povinnost rozšířila i na nově přistupující země. Poté jednalo se o Českou republiku, Dánsko, Estonsko, Finsko, Francii, Irsko, Itálii, Kypr, Litvu, Lotyšsko, Maďarsko, Maltu, Německo, Nizozemí, Polsko, Portugalsko, Řecko, Slovensko, Slovinsko, Španělsko, Švédsko a Velkou Británii. V praxi to znamená, že například francouzská banka automaticky oznámí příslušnému finančnímu úřadu v Německu, že pan Gerhard u ní má vklad spojený s určitým úrokem. Finanční úřad v Německu tak bude vědět, že dotyčný vklad je spojen s určitou daní.

Možnost uplatnění **druhé varianty** platila původně jen pro Belgii, Lucembursko a Rakousko. Tyto tři země si totiž vymohly, že žádnou výměnu informací o úrokových platbách provádět nemusí, tj. nesdělují například údaje o jménech a úrokových výnosech zahraničních klientů bank v těchto zemích. Díky tomu si udržely bankovní tajemství. Rakousko a Lucembursko jsou země s tradicí přísného bankovního tajemství, a proto místní banky přitahují peníze ze zahraničí. Na oplátku však musí samy zavést zdanění vkladů a o příjmy z této daně se budou dělit s domovskými zeměmi majitelů účtů tak, že 75 % vybrané částky budou automaticky převádět domovským zemím vkladatelů ("za tajemství musí být pokuta"). Od 1. července 2005 do 30. června 2008 sazba daně z úroků z vkladů nerezidentů činí 15 %, od 1. července 2008 do 30. června 2011 již 20 % a od 1. července 2011 dokonce 35 %. Podílové listy akciových fondů nejsou zdaněny, stejně jako podílové listy smíšených fondů, jejichž majetek tvoří méně než 40 % dluhopisů. Dluhopisové fondy jsou ale plně zdaněny. Podobný režim chtěla EU prosadit i v řadě zemí mimo unii, a to na základě bilaterálních dohod.

Země EU byly povinny transponovat směrnici do svých právních řádů do 1. ledna 2004. Směrnice měla být účinná od 1. ledna 2005, ale podmíněně. Touto podmín-

²¹⁵ Překážky dohodě kladla také Itálie. Řím podmiňoval souhlas vyřešením zcela jiné otázky, a to, že italským rolníkům budou prominuty finanční sankce (včetně úroků), které jim v minulých letech udělila Evropská komise za překračování produkčních kvót mléka. Brusel čekal na zaplacení 250 mil. eur. Italům se podařilo dosáhnout toho, že uhradí sankce za posledních 14 let, ale bez úroků.

kou bylo, že Švýcarsko, Lichtenštejnsko, Monako, San Marino, Andorra a závislá a přidružená území Velké Británie a Nizozemí (Guernsey, Jersey, Man, Nizozemské Antily, Panenské ostrovy atd.) zavedou do tohoto data obdobná opatření, tj.:

- dobrovolné zveřejnění informací, pokud s tím příjemce úroku souhlasí,
- povinnou výměnu informací na požádání v případě daňových podvodů,
- srážkovou daň ve stejné výši jako v Belgii, Lucembursku a Rakousku.

Komise měla do konce června 2004 posoudit, zda tato podmínka byla splněna, a buď potvrdit datum účinnosti, nebo stanovit nový termín. Nakonec byla směrnice účinná od července 2005.

Jednání se Švýcarskem, Lichtenštejnem, Monakem, San Marinem, Andorrou a závislými a přidruženými územími Velké Británie a Nizozemí nebyla snadná. Do roku 2002 OECD označovala Andorru, Lichtenštejnsko a Monako jako "nekooperující daňové ráje". Automatickou výměnu informací od počátku zcela odmítaly. Tyto země byly ochotny přistoupit na srážkovou daň u zdroje, ale pouze za podmínky, že EU dosáhne takové dohody se Švýcarskem.

Švýcarsko je v posledních letech pod silným tlakem EU, aby jeho banky přistoupily na oslabení bankovního tajemství. Avšak pro Švýcarsko je bankovní tajemství pilířem úspěšného bankovního systému. Při jednáních vznášelo další podmínky, například aby EU přinutila další nečlenské země (Kanada, Hongkong, Japonsko a Singapur) k podobným dohodám. Dále požadovalo, aby se na Švýcarsko vztahovala směrnice o společném systému zdanění mateřských a dceřiných společností atd. Nakonec Švýcarsko souhlasilo s podobným režimem, jako má Belgie, Lucembursko a Rakousko.

Tak Švýcarsko i nadále bude některé informace sdělovat na požádání, a to v případech, kdy je podezření z trestné činnosti. Švýcarská banka odtajní účet, jen když půjde o podezření, že peníze pocházejí z aktivit považovaných za trestný čin jak v domovské zemi majitele účtu, tak ve Švýcarsku. Za trestný čin však Švýcarsko uznává jen daňový podvod, a nikoliv daňový únik, který je ve Švýcarsku pouze přestupkem. Systém bankovního tajemství chce Švýcarsko nechat nedotčený. Evropská unie tak sice prosadila zdanění vkladů, které se má týkat i nečlenského Švýcarska, ale švýcarští bankéři nemají obavy. Domnívají se, že k nim peníze budou dále plynout, a to od těch, kdo potřebují skrývat svůj majetek. Podvodníkům, kteří ukrývají ve Švýcarsku peníze, asi vyšší daně vadit nebudou.

Ještě v roce 2003 EU dosáhla dohody s ostrovy Man, Guernsey a Jersey (patří do Spojeného království Velké Británie a Severního Irska)²¹⁶. Tato území souhlasila se srážkovou daní fyzických osob u zdroje. Není zřejmé, zda se dohoda týká také trustů. Trusty (zejména na Jersey) hojně využívají bohaté osoby. Kajmanské ostrovy dohodu zcela odmítaly. Byly ochotné přistoupit na výměnu informací u kriminálních případů. Velká Británie chtěla zavést směrnici EU vydáním vládního nařízení. Kajmanské ostrovy se obrátily na evropský soud, který potvrdil jejich stanovisko. Podle soudu nemůže EU přímo ukládat Kajmanským ostrovům povinnosti spojené s legislativou EU. Velká Británie ale nakonec dohody dosáhla.

Do poloviny roku 2004 bylo dosaženo dohody ve všech zásadních věcech se Švýcarskem, Lichtenštejnem, Monakem, San Marinem, Andorrou a závislými a přidruženými územími Velké Británie a Nizozemí. Tyto země a území většinou souhlasily, že zavedou podobná opatření jako Rakousko, Belgie a Lucembursko, tj. že budou srážet daň z úroků u zdroje a 75 % vybrané částky budou automaticky převádět domovským zemím vkladatelů. Tak Švýcarsko může dále zachovávat bankovní tajemství, ale zároveň zemím původu peněz usnadní přístup alespoň k části daní z úroků. Země rovněž souhlasily s tím, že budou na požádání poskytovat informace v případech trestního stíhání nebo podezření z daňového úniku. Výměnou za ústupky získalo Švýcarsko účast v schengenském systému a lepší postavení v obchodu s Evropskou unií. Při podepsání dohody Švýcarsko varovalo, že nezvládne dohodu plnit již od 1. ledna 2005. Proto EU odložila účinnost směrnice na 1. červenec 2005.

Počínaje 1. červencem 2005 začala směrnice platit kromě zemí EU také ve Švýcarsku, Lichtenštejnku, Monaku, San Marinu, Andoře, na Normanských ostrovech (Guernsey, Jersey), ostrově Man a na území v karibské oblasti. Země, které se zavázaly vyměňovat informace jsou tyto: Česká republika, Dánsko, Estonsko, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Německo, Nizozemsko, Polsko, Portugalsko, Řecko, Slovensko, Slovinsko, Španělsko, Švédsko, Velká Británie, a také Anguilla, Aruba, Kajmanské ostrovy a Monserrat. Země, které srážejí daň u zdroje jsou tyto: Belgie, Lucembursko, Rakousko, Švýcarsko, Andorra, Lichtenštejnsko, Monako, San Marino, Britské panenské ostrovy, Guernsey, Jersey, ostrov Man, Nizozemské Antily, ostrov Turk a Kaikos.

Má se zato, že zvýšení příjmů do státních rozpočtů nebude příliš velké, neboť směrnice dopadne pouze na ne příliš bohaté fyzické osoby. Bohaté osoby vynaloží velké úsilí na to, aby informace podle směrnice o nich zahraniční banky ne-

²¹⁶ Podle jiné dohody mají tato území zrušit preferenční daňové režimy pro společnosti. Proto plánují snížit daň z příjmů pro domácí společnosti na nulu (zahraniční společnosti nejsou na těchto ostrovech zdaňovány). Tím by se srovnaly podmínky pro zahraniční i domácí společnosti. Vlády však ztratí příjmy.

podávaly. Ve druhém pololetí 2005 vybralo Švýcarsko na srážkových daních z vkladů držených občany EU pouze 100 mil. eur. S USA se díky boji proti praní špinavých peněz a terorismu výměna informací zlepšuje, ale stát Delaware je stále daňovým rájem. USA a EU se sice shodují na potřebě výměny informací jako prostředku boje s daňovými úniky a podvody, ale přesto k dohodě (podobně směrnici EU) mezi USA a EU zatím nedošlo.

V budoucnosti zřejmě budou podobnému systému podléhat i dividendy a úroky přijímané právnickou osobou. Fyzická osoba se může vyhnout této směrnici tím, že založí společnost, do níž peníze převede a poté je uloží. Směrnice se nevztahuje na společnost. Další způsob, jak se fyzická osoba může vyhnout směrnici, existuje například ve Velké Británii a v Irsku. Tyto země nemají zavedenou daň z příjmů ze zahraničí, které rezident, trvale žijící mimo jejich území, nepřevéde na tato území. Tak například postačuje, aby si český vkladatel zřídil daňovou rezidenci v Londýně a může ponechat peníze v lucemburské bance, které poskytne svou londýnskou adresu.

2.17.4 Zdanění poskytnutých úroků v České republice

V České republice byla směrnice EU zahrnuta do České legislativy novelou zákona o daních z příjmů přijatou na konci roku 2003 (zákon č. 438/2003 Sb.). Konkrétně se jedná o § 38fa, jenž nabyl účinnosti dne 1. července 2005 (příklad 2.46). Platebním zprostředkovatelem je fyzická nebo právnická osoba, která vyplácí, poukazuje nebo připsuje úhradu příjmu úrokového charakteru. Definice platebního zprostředkovatele je velice široká a zahrnuje banky, příjemce vkladů, makléře, zástupce pro převody a registry plateb, investiční fondy atd. Do informační povinnosti spadají také úroky z podnikových a státních dluhopisů.

Pokud platební zprostředkovatel provede některou z těchto transakcí ve prospěch příjemce v některé ze zemí EU, je povinen takovou transakci oznámit místně příslušnému finančnímu úřadu. Ten ji dále distribuuje do jednotlivých zemích EU. V případě, že by příjemcem úrokového příjmu byl občan z jiné než členské země EU, pak platební zprostředkovatel finanční úřad neinformuje. Termínem je 15. den třetího měsíce po skončení příslušného zdaňovacího období.

Za daňového rezidenta považuje zákon o daních z příjmů takovou osobu, která má na území České republiky bydliště nebo se zde obvykle zdržuje. Pokud se poplatník v České republice pouze obvykle zdržuje, pak by zde měl ročně trávit přinejmenším 183 dní. Skupina daňových nerezidentů je vymezena negativně, tj. jde o poplatníky, kteří na území ČR nemají bydliště a ani se zde obvykle nezdržují. Platební zprostředkovatel hlásí výplatu, poukázání nebo připsání úrokového výnosu finančnímu úřadu.

Příklad 2.46 Platební zprostředkovatel podle zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (stav k 1. lednu 2008)

§ 38fa Platební zprostředkovatel

- (1) Platebním zprostředkovatelem je fyzická nebo právnická osoba, která
- vyplácí, poukazuje anebo připsuje úhradu příjmu úrokového charakteru, jímž se pro účely tohoto zákona rozumí
 - úroky z úvěrů a půjček, úroky z běžných účtů a vkladových účtů
 - příjmy odvozené od úroků z úvěrů a půjček vyplácené otevřeným podílovým fondem nebo obdobným fondem kolektivního investování v zahraničí, pokud alespoň 15 % hodnoty majetku v tomto podílovém fondu je přímo nebo nepřímo tvořeno investičními nástroji nesoucími příjmy uvedené v bodě 1 s výjimkou fondů kolektivního investování v zahraničí.
 - příjmy z prodeje podílového listu vydaného otevřeným podílovým fondem nebo z prodeje obdobného investičního nástroje vydaného v zahraničí, pokud alespoň 40 % hodnoty majetku v podílovém fondu nebo obdobném zahraničním fondu kolektivního investování je tvořeno investičními nástroji nesoucími příjmy uvedené v bodě 1. Pokud platební zprostředkovatel nemá informace o procentním podílu investičních nástrojů nesoucích příjmy uvedené v bodě 1 na hodnotě majetku v podílovém fondu nebo obdobném zahraničním fondu kolektivního investování, považuje se procentní podíl za vyšší než 40 %. Smluvní pokuty, úroky z prodlení, penále a jiné sankce ze závazkových vztahů nejsou příjmy úrokového charakteru,
 - zajišťuje výplatu, poukázání nebo připsání úhrady příjmu úrokového charakteru pro třetí osobu.
- Není-li platebnímu zprostředkovateli známo, v jakém rozsahu se příjmy úrokového charakteru uvedené v písmenu a) bodech 2 a 3 na vypláceném, poukazovaném nebo připsovaném příjmu podílí, považuje se za příjem úrokového charakteru celá částka tohoto příjmu. Platebním zprostředkovatelem je i stálá provozovna osoby nebo jednotky bez právní subjektivity na území České republiky, která dále vyplácí, poukazuje anebo připsuje úhradu příjmu úrokového charakteru.
- (2) Je-li skutečným vlastníkem příjmu úrokového charakteru poplatník uvedený v § 2, který má bydliště na území jiného členského státu Evropské unie, platební zprostředkovatel je povinen o výplatě, poukázání nebo připsání úhrady příjmu úrokového charakteru ve prospěch skutečného vlastníka podat svému místně příslušnému správci daně hlášení. Ustanovení tohoto odstavce se nepoužije, pokud skutečný vlastník příjmu úrokového charakteru prokáže platebnímu zprostředkovateli, že je daňovým rezidentem mimo Evropskou unii.
- (3) Skutečným vlastníkem příjmu úrokového charakteru se rozumí fyzická osoba, které je příjem úrokového charakteru vyplácen, poukazován nebo připsován anebo pro kterou je taková výplata, poukázání nebo připsání zajišťována, pokud neprokáže, že
- je platebním zprostředkovatelem podle odstavce 1,
 - jedná jménem nebo za
 - právnickou osobu nebo jiný daňový subjekt, jehož příjmy jsou zdaňovány daní z příjmů z podnikatelské činnosti nebo obdobnou daní,
 - otevřený podílový fond nebo obdobný fond v zahraničí uznávaný podle Směrnice Rady Evropských společenství 85/611/EHS jako UCITS nebo jednotku bez právní subjektivity, uvedenou v odstavci 4, a sdělí platebnímu zprostředkovateli obchodní název (firmu) a sídlo fondu nebo jednotky bez právní subjektivity, za které jedná. Platební zprostředkovatel tyto informace předá svému místně příslušnému správci daně formou hlášení, přitom odstavec 5 se použije přiměřeně,
 - jinou fyzickou osobu, která je skutečným vlastníkem příjmu úrokového charakteru, a sdělí platebnímu zprostředkovateli informace o této fyzické osobě v rozsahu stanoveném v odstavci 6.

Příklad 2.46 – pokračování

Nelze-li využitím příměřených prostředků zjistit informace o skutečném vlastníkovi příjmu úrokového charakteru v rozsahu stanoveném v odstavci 6, považuje se za skutečného vlastníka příjmu úrokového charakteru fyzická osoba, které je tento příjem vyplácen, poukazován nebo připisován.

(4) Platební zprostředkovatel, který vyplácí, poukazuje anebo připisuje úhradu nebo zajišťuje výplatu poukazání anebo připsání úhrady příjmu úrokového charakteru jakékoliv jiné osobě nebo jednotce bez právní subjektivity zřízené v jiném členském státu Evropské unie ve prospěch skutečného vlastníka příjmů úrokového charakteru, podá svému místně příslušnému správci daně hlášení o této výplatě, poukazání nebo připsání úhrady příjmu úrokového charakteru. Ustanovení tohoto odstavce se nepoužije, je-li na základě předložených důkazních prostředků platebnímu zprostředkovateli zřejmé, že tato osoba nebo jednotka bez právní subjektivity

- a) je právnickou osobou, s výjimkou avoin yhtio (Ay) a kommandiittiyhtio (Ky)/ oppet bolag a kommanditbolag ve Finsku a handelsbolag (HB) a kommanditbolag (KB) ve Švédsku, nebo
- b) zahrnuje příjem úrokového charakteru do základu daně, který podléhá dani z příjmů z podnikatelské činnosti nebo obdobné dani, nebo
- c) je otevřeným podílovým fondem nebo obdobným fondem v zahraničí uznaným podle Směrnice Rady Evropských společenství 85/611/EHS jako UCITS.

(5) Hlášení podle odstavců 2 a 4 podává platební zprostředkovatel o všech výplatách provedených ve zdaňovacím období nebo obdobích, za něž se podává daňové přiznání, nejpozději do 15. dne třetího měsíce po skončení zdaňovacího období nebo obdobích, za něž se podává daňové přiznání, vždy v elektronické podobě ve formátu a tvaru stanoveném Ministerstvem financí. Rozsah údajů, datovou strukturu a tvar hlášení uveřejní Ministerstvo financí ve Finančním zpravodaji a v informačním systému s dálkovým přístupem.

(6) Pro účely hlášení podle předchozích odstavců je platební zprostředkovatel povinen zjistit

- a) u smluvních vztahů vzniklých před 1. lednem 2004 jméno, příjmení a bydliště skutečného vlastníka příjmů úrokového charakteru, a to za využití zdrojů, které má platební zprostředkovatel k dispozici,
- b) u smluvních vztahů vzniklých počínaje 1. lednem 2004 jméno, příjmení, bydliště a daňové identifikační číslo skutečného vlastníka příjmu úrokového charakteru, je-li mu v jiném členském státu Evropské unie přiděleno. Tyto údaje musí být zjištěny z cestovního pasu nebo jiného průkazu totožnosti nebo jiného dokumentu předloženého skutečným vlastníkem příjmu úrokového charakteru, nejsou-li v jeho cestovním pasu nebo průkazu totožnosti uvedeny. Nelze-li z předložených dokumentů zjistit daňové identifikační číslo, ke zjištění totožnosti se dále vyžaduje datum a místo narození skutečného vlastníka příjmů úrokového charakteru uvedené v jeho cestovním pasu nebo průkazu totožnosti.

(7) Údaje, které správce daně získá podle odstavců 2 a 3, je povinen předat postupem podle zvláštního právního předpisu,¹⁰⁵⁾ příslušnému orgánu jiného členského státu Evropské unie. Údaje se předávají nejmenší jedenkrát ročně, nejpozději do konce šestého měsíce po skončení zdaňovacího období nebo obdobích, za něž se podává daňové přiznání platebního zprostředkovatele. Při přijímání informací od příslušného orgánu jiného členského státu Evropské unie se postupuje podle zvláštního právního předpisu.¹⁰⁵⁾

(8) Toto ustanovení se použije přiměřeně, je-li skutečným vlastníkem příjmu úrokového charakteru poplatník uvedený v § 2, který má bydliště na území Švýcarské konfederace, Andorského knížectví, Lichtenštejnského knížectví, Republiky San Marino a Monackého knížectví, neprokáže-li platebnímu zprostředkovateli, že je daňovým rezidentem mimo tyto státy.

¹⁰⁵⁾ Zákon č. 253/2000 Sb., o mezinárodní pomoci při správě daní.

Představme si francouzského občana, který si v České republice založil termínový účet. O výplatě úroků je banka povinna informovat český finanční úřad. Takové oznámení nemusí učinit okamžitě, nýbrž nejpozději do 15. března roku následujícího po zdaňovacím období, v němž k platbě došlo. Ministerstvo financí vydalo Pokyn D-282, podle něhož prvním obdobím bylo zdaňovací období roku 2005 (u poplatníků se zdaňovacím obdobím shodným s kalendářním rokem). Hlášení mělo být zasláno do 15. března 2006.

Naopak české finanční úřady mají přehled o příjmech Čechů v zahraničí: jméno osoby a kolik úrokový nástroj vynesl. Tyto údaje porovnávají s údaji daňových přiznání fyzických osob. Česká daňová správa automaticky dostává informace, na jejichž základě ověřuje, zda majitel zahraničního dluhového nástroje úroky přiznal, či nikoli.

2.18 Daňová uznatelnost placených úroků

Ve většině zemí úroky představují náklad uznatelný pro účely výpočtu základu daně z příjmů právnických osob. Dividendy (obecněji výnosy z investovaného kapitálu) nejsou takovým daňově uznatelným nákladem. Tato skutečnost je daňovou pobídkou k financování investic spíše úvěrem než vkladem kapitálu do společnosti. Některé země se pokusily o narovnání tohoto vztahu tak, že umožnily daňovou odčitatelnost jak úroků, tak dividend. Například Belgie od roku 2006 zavedla odčitatelnou položku (*allowance for corporate equity*, ACE), která je úměrná stanovené úrokové míře a kapitálu společnosti. Stanovená úroková míra se rovná výnosnosti desetiletých státních dluhopisů. Podobnou položku zavedlo Norsko (*allowance for shareholder equity*, ASE).

Druhou možností narovnání vztahu je omezení daňové odčitatelnosti úroků. Myšlenka částečné daňové neuznatelnosti úroků je předmětem dlouhodobé diskuse v USA a ve Velké Británii a nově také v Německu a ve Francii. Mnoho zemí EU zavedlo tzv. **pravidlo nízké kapitalizace**, podle kterého jsou pro účely daně z příjmů úroky u příjemce úvěru omezeny, a to běžně ve vztahu ke kapitálu příjemce úvěru.

V České republice podle § 25 odst. 1 písm. w) zákona o daních z příjmů (příklad 2.47) nelze pro daňové účely uznat úroky z **úvěrů a půjček** včetně výdajů (nákladů) na zajištění, zpracování úvěrů, poplatků za záruky, pokud:

- o přesáhnou v úhrnu za zdaňovací období nebo obdobích, za něž se podává daňové přiznání, částku zjištěnou jako násobek **jednotné úrokové míry** zvýšené o 4 % a průměrného stavu úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období nebo obdobích, za něž se podává daňové přiznání; jednotná úroková míra se stanoví jako průměr z referenční hodnoty úrokových sazeb na trhu

mezibankovních depozit pro splatnost 12 měsíců relevantním pro měnu, v níž je vyjádřen úvěr nebo půjčka, k poslednímu dni každého měsíce zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání (tj. například 12M PRIBID či 12 M PRIBOR); přitom úroky z úvěrů a půjček vyjádřených v různých měnách se posuzují samostatně za jednotlivé měny,

- plynou z úvěrů a půjček, které jsou podřízeny ostatním závazkům poplatníka,
- plynou z úvěrů a půjček, kde úrok nebo výnos nebo skutečnost, zda se finanční výdaje (náklady) stanou splatnými, jsou zcela nebo zčásti odvozovány od výsledku hospodaření (zisku) poplatníka,
- úhrn úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, přesahuje **čtyřnásobek** výše vlastního kapitálu,
- úhrn úvěrů a půjček, u nichž je věřitelem nebo osobou, která úvěr nebo půjčku zajišťuje, **osoba spojená** ve vztahu k dlužníkovi, v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, přesahuje **trojnásobek** výše vlastního kapitálu dlužníka, je-li příjemcem úvěru a půjčky banka nebo pojišťovna, nebo **dvojnásobek** výše vlastního kapitálu u ostatních příjemců úvěrů a půjček.²¹⁷

Za výdaj (náklad) na dosažení zajištění a udržení příjmů nelze uznat poměrnou část finančních výdajů (nákladů) vztahujících se k úvěrům a půjčkám nebo jejich části, které splňují alespoň jednu z výše uvedených podmínek. Přitom každá z podmínek se posuzuje samostatně. Do úvěrů a půjček se pro účely tohoto ustanovení nezahrnují úvěry a půjčky nebo jejich část, z nichž jsou finanční výdaje (náklady) součástí vstupní ceny majetku, a dále prokazatelně poskytnuté bezúročné úvěry a půjčky.

Toto ustanovení se nevztahuje na fyzické osoby a právnické osoby, které nebyly založeny nebo zřízeny za účelem podnikání a na burzu cenných papírů a na finanční výdaje (náklady) zaúčtované na vrub nákladů, které v úhrnu za zdaňovací období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, nepřevyšují 1 000 000 Kč, není-li věřitelem nebo osobou, která úvěr nebo půjčku zajišťuje, osoba spojená ve vztahu k dlužníkovi.

²¹⁷ Toto ustanovení je účinné od 1. ledna 2008 zákonem o stabilizaci veřejných rozpočtů. Do konce roku 2007 byla daňová uznatelnost úroků omezena pouze v případě, pokud bylo financování přijato od spojených osob. Ustanovení mělo podle zákonodárců omezit přelévání zisků do daňových rájů přes uměle navýšené úroky. Podle novely insolvenčního zákona se toto ustanovení vztahuje i na půjčky a úvěry sjednané do 31. prosince 2007 i v přechodném období let 2008 a 2009, resp. ve zdaňovacích obdobích započatých v těchto letech. Půjčky a úvěry sjednané do konce roku 2007 budou až do 1. ledna 2010 podléhat úpravě do konce roku 2007. Pokud by k těmto úvěrům a půjčkám byl sjednán dodatek, který mění výši poskytované půjčky nebo úvěru anebo výši hrazených úroků, použije se stejně jako v případě půjček a úvěrů sjednaných od roku 2008 úprava účinná od 1. ledna 2008.

Je třeba uvést, že pravidlo nízké kapitalizace (tj. § 25 odst. 1 písm. w zákona o daních z příjmů) lze v České republice velice snadno obejít prostřednictvím derivátů. Postačuje tedy sjednat derivát, který po ekonomické stránce obsahuje úvěr. Pouze je třeba, aby po právní stránce se jednalo o derivát. Tyto struktury vznikly kdysi v USA, kde se kombinace úvěru a swapu nazývá předplacený swap (*prepayment swap*). Jak bylo uvedeno výše, u derivátů jsou pro účely daně z příjmů uznatelné všechny náklady (tj. změny reálné hodnoty derivátu zachycené ve výkazu zisku a ztráty při přecenění derivátu). Partnerem osoby běžně bývá osoba spojená buď v České republice, nebo častěji v zahraničí, zejména v daňovém ráji.

Nelze také vyloučit, že v případě financování ze zahraničí budou úroky, jež nebudou daňově uznatelné, **překvalifikovány pro daňové účely na dividendy**. Smlouvy o zamezení dvojího zdanění umožňují překvalifikovat úrok na dividendu pouze v případě, že úrok převyšuje obvyklou výši a to vzhledem k zvláštním vztahům mezi věřitelem a dlužníkem. K překvalifikaci může dojít pouze v případě, pokud ekonomický charakter poskytnutých prostředků má blíže ke kapitálu než k úvěru. Dividendy podléhají srážkové dani 15%. Jestliže zdroj financování pochází z Evropské unie nebo ze země, se kterým má Česká republika smlouvu o zamezení dvojího zdanění, můžeme se negativním dopadům ze zavedení srážkové daně do určité míry vyhnout.

Na jednu stranu zákonodárci zaujali prozíravý postoj. Úprava měla velice pozitivní vliv na bankovní podnikání, neboť došlo ke snížení dynamiky poskytování nových úvěrů. Tím banky v dlouhodobém horizontu nahromadí méně špatných úvěrů a podstatným způsobem se omezí vznik úvěrových krizí, jako té americké z roku 2007. Na druhé straně výpočet daně se v České republice rok od roku komplikuje, což samozřejmě nahrává daňovým poradcům ve vymýšlení schémat, jak krátit daně. Každé dodatečné ustanovení představuje komplikaci v rozhodnutí, zda daná položka je daňově uznatelná či nikoli. **Složitě ustanovení bylo v roce 2007 přijato pravicovými poslanci, přestože pravicová vláda deklarovala zjednodušení daňového systému.** V každém případě dlužníci zaplatí více za rady daňových poradců.

V této souvislosti je třeba zmínit se o § 23 odst. 7 zákona o daních z příjmů (příklad 2.47). Liší-li se ceny sjednané mezi **spojenými osobami** od cen, které by byly sjednány mezi nezávislými osobami v běžných obchodních vztazích za stejných nebo obdobných podmínek, a není-li tento rozdíl uspokojivě doložen, upraví správce daně základ daně poplatníka o zjištěný rozdíl; nelze-li určit cenu, která by byla sjednávána mezi nezávislými osobami v běžných obchodních vztazích za stejných nebo obdobných podmínek, použije se cena zjištěná podle zvláštního právního předpisu. V případě, kdy sjednaná výše úroků u půjčky a úvěru mezi spojenými osobami je nižší, než by byla cena sjednaná mezi nezávislými osobami, a věřitelem je fyzická osoba nebo poplatník, který nemá sídlo na území České republiky nebo je věřitelem společník nebo člen družstva, toto ustanovení se nepoužije.

Příklad 2.47 Ceny mezi spojenými osobami podle zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (stav k 1. lednu 2008)

§ 23

(7) Liší-li se ceny sjednané mezi spojenými osobami od cen, které by byly sjednány mezi nezávislými osobami v běžných obchodních vztazích za stejných nebo obdobných podmínek, a není-li tento rozdíl uspokojivě doložen, upraví správce daně základ daně poplatníka o zjištěný rozdíl; nelze-li určit cenu, která by byla sjednávána mezi nezávislými osobami v běžných obchodních vztazích za stejných nebo obdobných podmínek, použije se cena zjištěná podle zvláštního právního předpisu^{1a)}. V případě, kdy sjednaná výše úroků u půjčky^{20a)} a úvěru mezi spojenými osobami je nižší, než by byla cena sjednaná mezi nezávislými osobami, a věřitelem je poplatník uvedený v § 2 odst. 3 nebo v § 17 odst. 4 nebo je věřitelem společník nebo člen družstva uvedený v § 2 odst. 2 a § 17 odst. 3, ustanovení věty první se nepoužije. Toto ustanovení se nepoužije při úplatném poskytnutí místnosti s nezbytným vybavením zaměstnavatelem odborové organizací pro nezbytnou provozní činnost. Spojenými osobami se pro účely tohoto zákona rozumí

a) kapitálově spojené osoby, přitom

1. jestliže se jedna osoba přímo podílí na kapitálu nebo hlasovacích právech druhé osoby, anebo se jedna osoba přímo podílí na kapitálu nebo hlasovacích právech více osob; a přitom tento podíl představuje alespoň 25 % základního kapitálu nebo 25 % hlasovacích práv těchto osob, jsou všechny tyto osoby vzájemně osobami přímo kapitálově spojenými,
2. jestliže se jedna osoba nepřímo podílí na kapitálu nebo hlasovacích právech druhé osoby, anebo se jedna osoba přímo nebo nepřímo podílí na kapitálu nebo hlasovacích právech více osob; a přitom tento podíl představuje alespoň 25 % základního kapitálu nebo 25 % hlasovacích práv těchto osob, jsou všechny tyto osoby vzájemně osobami kapitálově spojenými,

b) jinak spojené osoby, kterými jsou osoby

1. kdy se jedna osoba podílí na vedení nebo kontrole jiné osoby,
2. kdy se shodné osoby nebo osoby blízké^{20c)} podílejí na vedení nebo kontrole jiných osob, tyto jiné osoby jsou vzájemně osobami jinak spojenými. Za jinak spojené osoby se nepovažují osoby, kdy je jedna osoba členem dozorčích rad obou osob,
3. ovládající a ovládaná a také osoby ovládané stejnou ovládající osobou,
4. blízké,^{20c)}
5. které vytvořily právní vztah převážně za účelem snížení základu daně nebo zvýšení daňové ztráty.

Podíl na základním kapitálu nebo podíl s hlasovacím právem ve zdaňovacím období nebo období, za něž je podáváno daňové přiznání, se stanoví jako aritmetický průměr měsíčních stavů. Účast v kontrolní komisi nebo obdobném kontrolním orgánu a provádění kontroly za úplatu se nepovažuje za podílení se na kontrole.

§ 25

(1) Za výdaje (náklady) vynaložené k dosažení, zajištění a udržení příjmů pro daňové účely nelze uznat zejména

w) finanční výdaje (náklady), kterými se pro účely tohoto zákona rozumí úroky z úvěrů a půjček a související výdaje (náklady) včetně výdajů (nákladů) na zajištění, zpracování úvěrů, poplatků za záruky, pokud

1. přesáhnou v úhrnu za zdaňovací období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, částku zjištěnou jako násobek jednotné úrokové míry zvýšené o čtyři procentní body a průměrného stavu úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání. Jednotná úroková míra se stanoví jako průměr z referenční hodnoty úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit pro splatnost 12 měsíců¹²⁹⁾ relevantním pro měnu, v níž je vyjádřen úvěr nebo půjčka, k poslednímu dni každého měsíce zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání; přitom úroky z úvěrů a půjček vyjádřených v různých měnách se posuzují samostatně za jednotlivé měny,

Příklad 2.47 – pokračování

2. plynou z úvěrů a půjček, které jsou podřízeny ostatním závazkům poplatníka,
3. plynou z úvěrů a půjček, kde úrok nebo výnos nebo skutečnost, zda se finanční výdaje (náklady) stanou splatnými, jsou zcela nebo zčásti odvozovány od výsledku hospodaření (zisku) poplatníka,
4. úhrn úvěrů a půjček v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, přesahuje čtyřnásobek výše vlastního kapitálu,
5. úhrn úvěrů a půjček, u nichž je věřitelem nebo osobou, která úvěr nebo půjčku zajišťuje, osoba spojená (§ 23 odst. 7) ve vztahu k dlužníkovi, v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, přesahuje trojnásobek výše vlastního kapitálu dlužníka, je-li příjemcem úvěru a půjčky banka nebo pojišťovna, nebo dvojnásobek výše vlastního kapitálu u ostatních příjemců úvěrů a půjček.

Za výdaj (náklad) na dosažení zajištění a udržení příjmů nelze pro účely tohoto zákona uznat poměrnou část finančních výdajů (nákladů) vztahujících se k úvěrům a půjčkám nebo jejich části, které splňují alespoň jednu z podmínek uvedených v bodech 1 až 5; přitom každá z podmínek se posuzuje samostatně. Do úvěrů a půjček se pro účely tohoto ustanovení nezahrnují úvěry a půjčky nebo jejich část, z nichž jsou finanční výdaje (náklady) součástí vstupní ceny majetku, a dále prokazatelně poskytnuté bezúročné úvěry a půjčky. Toto ustanovení se nevztahuje na poplatníky uvedené v § 2, v § 18 odst. 3, na burzu cenných papírů^{28a)} a na finanční výdaje (náklady) zaúčtované na vrub nákladů, které v úhrnu za zdaňovací období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, nepřevyšují 1 000 000 Kč, není-li věřitelem nebo osobou, která úvěr nebo půjčku zajišťuje, osoba spojená ve vztahu k dlužníkovi,

^{1a)} Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku).

^{20c)} § 116 a násl. občanského zákoníku.

^{20d)} § 657 a násl. občanského zákoníku.

^{28a)} Zákon č. 214/1992 Sb., o burze cenných papírů, ve znění pozdějších předpisů.

¹²⁹⁾ Například Úřední sdělení České národní banky ze dne 18. dubna 2006 o vydání třetí verze Pravidel pro referenční banky a výpočet (fixing) referenčních úrokových sazeb (PRIBID a PRIBOR).

K § 23 odst. 7 zákona o daních z příjmů je třeba učinit dvě poznámky:

- o podle první části ustanovení má být derivát sjednán za reálnou hodnotu; v praxi úplně postačuje, když výpočet reálné hodnoty derivátu si osoba provede sama; tímto úkolem nemusí pověřovat auditory či daňové poradce; v České republice není známo, že by nějaký výpočet reálné hodnoty derivátu byl finančními úřady zpochybněn,
- o druhá část ustanovení limituje výši úroků u půjček (nikoli u úvěrů); má-li struktura charakter derivátu, není tato část ustanovení relevantní.

Zajímavý je **rozsudek Evropského soudního dvora C-524/04** ze dne 13. března 2007 týkající se nízké kapitalizace. Skupiny jednotek vedly spor s britským daňovým úřadem. Ten se obrátil na Evropský soudní dvůr s předběžnou otázkou. Předmětem sporu byla daňová uznatelnost úroků zaplacených společnostmi, které byly rezidenty Velké Británie z úvěrů poskytnutých jednotkou v rámci téže sku-

piny, která byla rezidentem jiné členské země EU. Podle britské legislativy existuje omezení pro daňovou uznatelnost úroků z úvěru poskytnutého přímo nebo nepřímo mateřskou společností, která je rezidentem v jiné členské zemi EU. Pokud by mateřská společnost byla britským rezidentem, k omezení daňové znatelnosti úroku by nedošlo.

Podle Evropského soudního dvora:

- v daném případě dochází k omezení svobody usazování podle Evropské smlouvy o svobodě usazování,
- daňový úřad může omezit daňovou uznatelnost úroků pouze v případě, pokud by se jednalo o operaci za účelem snížení základu daně, tj. bez obchodního důvodu nebo pokud by úroky nebyly ve výši obvyklé,
- pokud by mateřská společnost poskytující úvěr měla sídlo mimo EU, potom by legislativa členské země nespádala pod Evropskou smlouvu o svobodě usazování.

2.19 Závěr

Dluhový trh je rozhodující kategorií finančního trhu. Jeho účastníkem je každý člověk – minimálně v rozsahu, v jakém vlastní bankovky a mince. Drtivá většina domácností, podniků a veřejných institucí se zadlužuje zbytečně. Žádné rozumné zadlužení neexistuje – každé zadlužení je špatné. Růst zadlužení domácností, podniků a veřejných institucí nakonec musí způsobit hospodářskou krizi. To si snad nikdo na úrovni jednotlivých domácností, podniků a veřejných institucí neuvědomuje. K tomu je nutný makroekonomický pohled.

Zvlášť nebezpečné jsou hypoteční úvěry. Ty představují ve všech vyspělých zemích časované bomby. Jako první na tuto skutečnost ukázala v letech 2007 a 2008 americká úvěrová (hypoteční) krize. Úvěrové krize (včetně hypotečních krizí) v budoucnosti určitě zasáhnou nejenom USA, ale i jiné země. V každém případě úvěrové krize budou ve světě častější a razantnější. Zadlužení je zajímavý, a v principu neřešitelný problém, neboť:

- dlužníci splácet nemohou, a to bez ohledu na jejich vůli splácet,
- nesplácené úvěry nakonec někdo uhradit musí.

Skutečnost, že růst zadlužení ohrožuje existenci samotné lidské společnosti, je lidstvu známa od pradávna. Starý Izrael podle Bible (Leviticus 25) tento fenomén řešil tím, že každý 50. rok byl rokem jubilejním. V tento rok se nesměla obdělávat půda, majetek přecházel na původní majitele a **dluhy byly prominuty**. Takové radikální řešení umožnilo další chod společnosti. Pokud jde o současnost, za uplynulých 50 let se ve vyspělých zemích světa nahromadil obrovský objem dluhů. Neměla by se moderní společnost inspirovat biblickým vzorem?

Literatura

Akerlof, G.: *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3), 488–500.

Bessis, J.: *Risk management in banking*. Wiley & Sons, Chichester 1998.

Blanc-Brude, F. – Goldsmith, H. – Vällilä, T.: *Ex ante construction costs in the european road sector: a comparison of public-private partnerships and traditional public procurement*. European investment bank, Economic and financial report 2006/01. Luxembourg, 2006.

Boesky, I.: *Merger mania. Arbitrage. Wall Street's best kept money-making secret*. Rinehart & Winston, New York 1985.

Bruck C.: *The Predators' ball. The inside story of Drexel Burnham and the rise of the junk bond raiders*. Penguin Books, New York 1988.

Burrough, B. – Helyar, J.: *Barbarians at the gate. The fall of RJR Nabisco*. HarperCollins, New York 1990.

Caouette, J. B. – Altman, E. I. – Narayanan, P.: *Managing credit risk*. Wiley & Sons, Chichester 1998.

Cartledge, P. C.: *The handbook of financial mathematics*. Vol. I. Euromoney Books, Londýn 2000.

Cartledge, P. C.: *The handbook of financial mathematics*. Vol. II. Euromoney Books, Londýn 2001.

Chancellor, E.: *Devil take the hindmost. A history of financial speculation*. Penguin Books, New York 1999.

Chernow, R.: *The house of Morgan: an american banking dynasty and the rise of modern finance*. Atlantic Monthly Press. New York 1990.

Coleman, S.: *Bank management. Text and cases*. Wiley & Sons, New York 1994.

Coval, J.D. – Jurek, J.W. – Stafford, E.: *Economic catastrophe bonds*. Harvard University, Boston 2007.

Culp, C. L.: *The risk management process. Business strategy and tactics*. Wiley & Sons, New York 2001.

- Culp, C. L. – Miller, M.: *Auditing the auditors*. Risk, 8(4), 1995, 36–40.
- Das, S.: *Structures products & hybrid securities*. Wiley & Sons, Singapur 2001.
- Deacon, M. – Derry, A. – Mirfendereski, D.: *Inflation-indexed securities*. Wiley & Sons, Chichester 2004.
- Dědek, O.: *Historie evropské měnové integrace*. Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, Praha 2008.
- Desai, P.: *Why did the ruble collapse in August 1997?* The American economic review, 2000, 90(2), 48–52.
- Dunbar, N.: *Inventing money*. John Wiley & Sons, Chichester 2001.
- Eichenwald, K.: *Conspiracy of fools. A true story*. Broadway Books, New York 2005.
- Epstein, B. J. – Jemakowicz, E. K.: *Wiley IFRS 2008. Interpretation and application of international accounting and financial reporting standards 2008*. Wiley & Sons, Hoboken 2008.
- Epstein, B. J. – Nach, R. – Blagg, S. M.: *Wiley GAAP 2008. Interpretation and application of generally accepted accounting principles*. Wiley & Sons, Hoboken 2008.
- Errington, C.: *Financial engineering*. Macmillan Publishers, Houndmills 1994.
- Fabozzi, F. J.: *The handbook of financial instruments*. Wiley & Sons, Hoboken 2002.
- Fabozzi, F. J.: *The mathematics of financial modelling and investment management*. Wiley & Sons, Hoboken 2004.
- Fama, E. F.: *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. Journal of finance, 1970, 25(2), 383–417.
- Fischer, F. G.: *Eurosecurities and their related derivatives*. Euromoney Publications, Londýn 1997.
- Fischer, M. – Nyschka, D. – Zervos, D.: *Fitting the term structure of interest rates with smoothing splines*. Finance and Economics Discussion Series, 1995, (1), Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fleischer, V.: *Enron's dirty little secret. Waiting for the other shoe to drop*. Columbia Law School, New York 2002.
- Flow of funds accounts of the United States*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington 2008.

- Flyvbjerg, B.: *Procedures for dealing with optimism bias in transport planning*. The British department for transport. Londýn 2004.
- Fox, L.: *Enron. The rise and fall*. Wiley & Sons, Hoboken 2003.
- Gasparino, C.: *Blood on the street. The sensational inside story of how Wall Street Analysts duped a generation of investors*. Free Press, New York 2005.
- Gastineau, G. L. – Kritzman, M. P.: *The dictionary of financial risk management*. Frank J. Fabozzi Associates, New York 1996.
- Geisst, C. R.: *Wall Street. A history*. Oxford University Press, New York 1997.
- Goodhart, C. et al.: *Financial regulation*. Routledge, Londýn 1998.
- Goodman, L. S. – Fabozzi, F. J.: *Collateralised debt obligations. Structures and analysis*. Wiley & Sons, Hoboken 2002.
- Haldane A. et al.: *Optimal collective action clause thresholds*. Bank of England working paper No. 249. Londýn 2005.
- Havel, J.: *Akcionářská demokracie "Czech made"*. Finance a úvěr, 2005, 55(9–10), 441–459.
- Henderson, J.: *Asset securitization. Current techniques and emerging market applications*. Euromoney Publications, Londýn 1997.
- Nawalkha S. K. – Chambers D. R. (eds): *Interest rate risk measurement and management*. Institutional Investor, New York 1999.
- International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2008*. IASCF, Londýn 2008.
- Jett, J. – Chartrand, S.: *Black and white on Wall Street. The untold story of the man wrongly accused of bringing down Kidder Peabody*. William Morrow, New York 1999.
- Ježek, T.: *Zrození ze zkumavky. Svědectví o české privatizaci 1990–1997*. Prostor, Praha 2007.
- Kaufman, H.: *On money and markets, A Wall Street memoir*. McGraw-Hill, New York 2000.
- Kessler, A.: *Wall Street meat. My narrow escape from the stock market grinder*. HarperCollins, New York 2003.
- Kothari, V.: *Securitisation. The financial instrument of the new millenium*. Academy of financial services, Kalkata 2003.

- Kovařík, Z.: *Směnka a šek v České republice*. Praha, C.H.Beck 2006.
- Kramer, G.: *Active bank risk management*. Irwin, Chicago 1995.
- Krieger, A.: *The money bazaar. Inside the trillion-dollar world of currency trading*. Times Books, New York 1992.
- Kudrna, Z.: *Vzestup a pád Investiční a poštovní banky*. IES PSV UK, Praha 2002.
- Lake, R. A.: *Evaluating and implementing hedge fund strategies*. Euromoney Publications, Londýn 1999.
- Lewis, J.: *Moneyball. The art of winning an unfair game*. W. W. Norton & Company, New York 2004.
- Lewis, M.: *Liar's poker. Rising through the wreckage on Wall Street*. Penguin Group, New York 1989.
- Los, C. A.: *Measuring the degree of efficiency of financial market Efficiency: An assay*. Working paper. EconWPA, 2004.
- Lowenstein, R.: *Buffett. The making of an american capitalist*. Random House, New York 1996.
- Lowenstein, R.: *When genius failed. The rise and fall of Long-Term Capital Management*. Random House, New York 2000.
- Mahar, M.: *Bull! A history of the boom, 1982–1999*. HarperCollins, New York 2003.
- Mahony, S.: *Mastering government securities*. Financial Times, Londýn 1996.
- Milevsky, M.A.: *Mortgage financing: Floating your way of prosperity*. IFID Centre Research Report. York University, Toronto 2001.
- Nelson, C. R. – Siegel A. F.: *Parsimonious modelling of yield curves*. Journal of Business, 1987, 60, 473–489.
- Original pronouncements. Accounting standards as of June 1, 2007*. Wiley & Sons, New York 2007.
- Parekh, N.: *The financial engineer*. Euromoney publications. Londýn 1995.
- Partnoy, F.: *F.I.A.S.C.O. Blood in the water on Wall Street*. Penguin Books, London 1999.
- Partnoy, F.: *Infectious greed. How deceit and risk corrupted the financial markets*. Times Books, New York 2003.

- Questa, G. S.: *Fixed-income analysis for the global financial market*. Wiley & Sons, New York 1999.
- Rankine, G.: *Enron's demise – were there warning signs?* Thunderbird, Glendale 2004.
- Rolfe, J. – Troobe, P.: *Monkey business. Swinging through the Wall Street jungle*. Warner Books, New York 2000.
- Rowbotham, M.: *The grip of death: A study of modern money, debt slavery and destructive economics*. Jon Carpenter, Charlbury 1998.
- Sack, B. P.: *Using treasury STRIPS to measure the yield curve*. Federal reserve board of governors. Washington 2000.
- Samuelson, P. A.: *Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly*. Industrial management review, 1965, 6(Spring), 41–49.
- Schutz, D.: *The fall of UBS. The forces that brought down Switzerland's biggest bank*. Pyramida Media Group, New York 2000.
- Seyhun, N.: *Investment intelligence from insider trading*. MIT Press, Boston 1998.
- Shaw, Z.: *Securitization*. Euromoney publications. Londýn 1996.
- Smith, A.: *The wealth of nations*. Edinburgh 1776.
- Soros, G.: *The alchemy of finance*. John Wiley & Sons, New York 1987.
- Soros, G.: *The bubble of american supremacy*. PublicAffairs, New York 2004.
- Soros, G.: *George Soros on globalization*. PublicAffairs, New York 2002.
- Soros, G.: *The new paradigm for financial markets: The credit crisis of 2008 and what It means*. PublicAffairs, 2008.
- Stein, B.J.: *A licence to steal. The untold story of Michael Milken and the conspiracy to bilk the nation*. Simon & Schuster, New York 1992.
- Steinberg, M. I.: *Insider trading – a comparative perspective*. Working Paper. IMF, Washington 2003.
- Stewart, J. B.: *Den of thieves*. Simon & Schuster, New York 1991.
- Sundaram, A. K.: *Currency markets & parity conditions*. Thunderbird, Glendale 2003.
- Suss, E.C. – Williams, O.H. – Mendis, C.: *Caribbean offshore financial centers. Past, present, and possibilities for the future*. MMF, Washington 2002.

Swensson, L. E.: *Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992–1994*. Sveriges Riksbank Quarterly Review, 1995, 3, 13–26.

Tavakoli, J. M.: *Collateralised debt obligations and structured finance. New developments in cash and synthetic securitisation*. Wiley & Sons, Hoboken 2003.

Testimony of Frank Partnoy: Assessing the current oversight and operations of credit rating agencies. United States Senate, Washington 2006.

Testimony of Frank Partnoy: The unregulated status of derivatives & Enron. United States Senate, Washington 2002.

Tilman, L. M.: *Asset/liability management of financial institutions*. Euromoney Institutional Investor, Londýn 2003.

Tucker, A. L.: *Contemporary portfolio theory and risk management*. West Publishing Company, Minneapolis 1994.

United Kingdom National Accounts. The Blue Book 2007. Palgrave Macmillan, Londýn 2007.

Weston, J. A.: *The german financial time bomb*. Xanthos Publishing, Henderson 2005.

Wolfe, T.: *The bonfire of the vanities*. Bantam Books, New York 1988.

V knize bylo také využito velké množství informací obsažených v člancích domácích periodik Ekonom, Euro, Hospodářské noviny, Lidové noviny, Mladá Fronta Dnes, Právo a také v člancích zahraničních novin a časopisů Business Week, Financial Times, New York Times a Wall Street Journal.

