



Proměna českého trhu se státními dluhopisy

Český trh se státními dluhopisy je v pohybu. Změny sahající od úpravy stávajících pravidel obchodování se státními dluhopisy přes redefinici vztahu mezi emitentem státních dluhopisů a upisovateli těchto dluhopisů až k zavádění nových, technicky vyspělých elektronických obchodních systémů jsou v posledních měsících a v bezprostředně následujících měsících na pořadu dne.

Deficitní financování státního rozpočtu České republiky s sebou nevyhnutelně nese nutnost získávat chybějící finanční prostředky od investorů, kterým je vhodné podat dostatečně zajímavou nabídku, aby do státních dluhopisů byli ochotni investovat a po-

skytli tak požadovaný kapitál. Česká republika samozřejmě není jedinou zemí, která svůj státní dluh financuje prostřednictvím emisí státních dluhopisů. O to obtížnější je tudíž motivovat investory k investicím právě do státních dluhopisů České republiky. Ponecháme-li stranou zřejmé výhody investice do státních dluhopisů, spočívající ve velmi malém riziku,

pevném (byť nízkém) úrokovém výnosu a nízké nominální hodnotě, lze konstatovat, že Česká republika se v současné době stává atraktivní investiční příležitostí díky své stabilní měně a hospodářské situaci. Důkazem může být zaznamenaný zájem zahraničních investorů o zařazení mezi primární dealery státních dluhopisů – naposledy společnost JPMorgan

Securities Ltd. (od srpna 2011), dříve (od roku 2005, kdy byla umožněna účast v aukcích i ne-rezidentům) Barclays Bank plc, The Royal Bank of Scotland N.V., Deutsche Bank AG nebo HSBC Bank plc. Nově (v praxi, s ohledem na poslední vývoj, od listopadu 2011) se pak po bok institucionálních investorů do státních dluhopisů mohou zařadit i drobní investoři z řad domácností a neziskových institucí, pro něž může být investice do státních dluhopisů České republiky spíše otázkou národní hrdosti než vysněnou investiční příležitostí.

Ministerstvo financí ČR deklarovalo svou představu změn v koncepci trhu se státními dluhopisy v prosinci 2010 v dokumentu nazvaném Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky pro rok 2011. V předmětném kontextu se tam zmiňuje především nastavení nové efektivnější obchodní struktury mezi Ministerstvem a primárními dealery českých státních dluhopisů a dále zahájení provozu panevropské elektronické platformy MTS pro obchodování na domácím sekundárním dluhopisovém trhu. Společným cílem těchto změn má být ztraktivnění českých státních dluhopisů zvýšením transparentnosti trhu na straně jedné a zavedením smluvního charakteru vztahu mezi emitentem, tj. Českou republikou jednajícím prostřednictvím Ministerstva financí ČR a primárními upisovateli, resp. prvnabyvateli emitovaných státních dluhopisů na straně druhé.

Právní rámec

Obecně jsou státní dluhopisy upraveny v § 25 a násl. zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, v platném znění. Vydává je Česká republika prostřednictvím Ministerstva financí ČR na základě zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu nebo zákona, který pověřuje Ministerstvo financí ČR vydat státní dluhopisy nebo mu vydání státních dluhopisů umožňuje. Zvláštní zákon pak stanoví účel, maximální rozsah a maximální dobu splatnosti závazků vyplývajících ze státního dluhopisového programu, resp. vydávaných státních dluhopisů (emisní podmínky). Samotný prodej státních dluhopisů v tuzemsku se realizuje prostřednictvím České národní banky (s výjimkou dluhopisů určených k nabytí výhradně fyzickým osobám) a v zahraničí prostřednictvím obchodníka s cennými papíry, oprávněného k této činnosti v daném státu (tradičně jím je jeden z primárních upisovatelů státních dluhopisů). Pro úplnost zákon o dluhopisech rozlišuje mezi státními dluhopisy s krátkodobou splatností (do 1 roku), tzv. státní pokladniční poukázky, a dluhopisy s delší splatností (středně až dlouhodobou). Následující text se bude zabývat dluhopisy s delší splatností. Zatímco zákona o dlu-

hopisech by se, s ohledem na jeho obecnou povahu, avizované změny neměly dotknout, navazující předpisy, představované úředními sděleními České národní banky, čeká zřejmě přepracování tak, aby vyhovovaly nové koncepci.

Primární dealer

Primární dealer, v oficiální terminologii „přímý účastník“, je subjektem obchodujícím se státními dluhopisy na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů v České republice. Přesněji je primární dealer subjektem, který na primárním trhu státní dluhopisy upisuje, resp. jako prvnabyvatel nakupuje přímo od emitenta (České republiky) a na sekundárním trhu státní dluhopisy prodává, nakupuje, popř. zpětně odkupuje. Skupinu primárních dealerů tvoří banky a obchodníci s cennými papíry, kteří k datu podání žádosti splní stanovené předpoklady, jako primární dealeři jsou schopni plnit stanovené povinnosti a do skupiny primárních dealerů jsou Ministerstvem financí ČR po dohodě s Českou národní bankou přijati (neboť na zařazení do skupiny primárních dealerů není právní nárok).

Primární dealeři mají exkluzivní přístup do konkurenčních i nekonkurenčních kol aukcí na primárním trhu, jakož i do reverzních aukcí při odkupech a výměnách státních dluhopisů, k repo operacím, zápůjčním facilitám a jiným operacím se státními dluhopisy, které na sekundárním trhu provádí Ministerstvo financí, a výhradně z jejich řad jsou vybíráni vedoucí manažeři veřejných zahraničních emisí státních dluhopisů České republiky. Jedná se o privilegované postavení mezi investory a úzké finanční partnerství se státem, které by se mělo v rámci uvažovaných změn stát bezprostřednějším, založeným na smluvním základě a nikoliv jen být výsledkem formálního schvalovacího procesu dle dosavadní praxe.

Předpoklady pro zařazení do skupiny primárních dealerů a povinnosti primárních dealerů v současné době stanoví úřední sdělení České národní banky ze dne 29. 4. 2009. Mezi předpoklady se řadí statut banky nebo obchodníka s cennými papíry (od roku 2005 jsou akceptovány zahraniční banky a obchodníci s cennými papíry, působící v rámci své tuzemské pobočky nebo přeshraničním stykem za využití jednotné licence), účastenství ve vypořádacím systému Centrálního depozitáře cenných papírů (dříve Univyc), popř. Burzy cenných papírů Praha, napojení na zúčtovací centrum České národní banky, účastenství na elektronickém systému Bloomberg, otevření majetkového účtu cenných papírů v centrální evidenci cenných papírů, vedené Centrálním depozitářem

cenných papírů a prokázání obchodních aktivit ve stanovených objemech na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů v období tří měsíců předcházejících datu podání žádosti o zařazení do skupiny primárních dealerů (na primárním trhu však pouze prostřednictvím stávajících primárních dealerů). Povinnosti primárních dealerů zahrnují především nákupy státních dluhopisů ve stanovených objemech na primárním trhu, market making na trhu sekundárním (činnost tvůrce trhu), což spočívá v kótování cen vybraných státních dluhopisů ve stanoveném časovém pásmu a dnech, poskytování vlastních cen do fixingu vybraných státních dluhopisů (stanovení průměrné referenční ceny dluhopisů), prováděné Burzou cenných papírů Praha a dosažení stanoveného minimálního podílu na celkovém ročním obratu všech primárních dealerů na sekundárním trhu.

Zahraniční uchazeči o zařazení do skupiny primárních dealerů mohou od okamžiku (řadu let oddalovaného) zahájení činnosti Centrálního depozitáře cenných papírů (červenec 2010) volit mezi tvorbou vlastní tuzemské infrastruktury pro obchodování se státními dluhopisy a využitím již existující infrastruktury jiného (v zásadě bankovního) subjektu. Řeč je o ryze technickém zázemí umožňujícím obchodovat se státními dluhopisy, které je jedním z výše popsaných předpokladů pro zařazení do skupiny primárních dealerů. S výjimkou účastenství na elektronickém systému Bloomberg lze ostatní předpoklady splnit prostřednictvím třetí osoby, která požadovanou technickou vybaveností disponuje. Namísto otevření vlastního majetkového účtu cenných papírů v centrální evidenci cenných papírů, kde jsou evidovány nabytí a dispozice se státními dluhopisy, lze za podmínek daných, mimo jiné, zákonem o podnikání na kapitálovém trhu (č. 256/2004 Sb.) využít služeb tuzemského custodiana (tedy osoby, s níž primární dealer uzavře smlouvu o správě či obhospodařování cenných papírů), jenž zajistí vedení odpovídající evidenci nabytí a dispozic se státními dluhopisy na účtu vlastníka v evidenci navazující na centrální evidenci cenných papírů a paralelně na sběrném účtu zákazníkům vedeném na jméno custodiana v centrální evidenci cenných papírů. Obdobně může být k vypořádání obchodů se státními dluhopisy využito tuzemský custodian, který je účastníkem vypořádacího systému Centrálního depozitáře cenných papírů a který je, v optimálním případě, i zúčtovací bankou oprávněnou zúčtovat transakce klientů prostřednictvím clearingového centra České národní banky; není-li, je situace samozřejmě řešitelná zařazením další subdodatelské úrovně, kde bude figurovat patřičná zúčtovací banka, nicméně takový případ by byl spíše ojedinělý.

V rámci Ministerstvem financí ČR předložené strategie se očekává, že vztah mezi Českou republikou jako emitentem státních dluhopisů a primárními dealery bude napříště postaven na smluvní bázi. Stávající kategorie předpokladů a povinností primárních dealerů budou do smlouvy o primárním dealingu převzaty a případně rozšířeny či zpřísněny, např. ve vztahu k minimálním limitům pro upisování státních dluhopisů na primárním trhu nebo minimálním limitům pro obrat na obchodech se státními dluhopisy na trhu sekundárním (jak ve vztahu k předpokladům, tak i povinnostem). Vítanou novinkou by mohlo být zřízení výboru sestávajícího z primárních dealerů, Ministerstva financí ČR a České národní banky, kde by docházelo k výměně aktuálních informací, řešení problémů a koordinaci postupu při organizaci obchodování na sekundárním trhu. Klíčová rozhodnutí by tak byla součástí širší dohody subjektů přímo zúčastněných na obchodování se státními dluhopisy.

Primární trh

Na primárním trhu se Českou republikou emitované státní dluhopisy dostávají poprvé na trh. Jejich prodej realizuje Česká národní banka formou americké aukce (za použití kritéria maximální prodejní ceny a kritéria minimálního požadovaného výnosu), organizované pro přímé účastníky těchto aukcí dle emisního kalendáře státních dluhopisů, který vždy na kalendářní čtvrtletí dopředu vydává Ministerstvo financí ČR. Na primárním trhu mohou jako upisovatelé státních dluhopisů vystupovat pouze subjekty ze skupiny primárních dealerů. Primární dealeri se účastní konkurenčních a nekonkurenčních částí aukcí, přičemž mezi jejich povinnosti patří jak pravidelná účast v aukcích a upisování stanovených objemů emitovaných státních dluhopisů, tak i omezení v objemu upisování v rámci jedné aukce (zpravidla max. 50%) a zahrnutí pokynů k nákupu třetích osob (klientů) do výše vlastního volného upisovacího limitu. Pro nekonkurenční část aukce je obvykle vyhrazena menší část emise, ke které mají přístup především nejlépe hodnocení primární dealeri zvýhodnění k upsání zvoleného množství státních dluhopisů za cenu odpovídající průměru dosaženému v konkurenční části aukce.

Sekundární trh

Sekundární trh státních dluhopisů slouží k obchodování se státními dluhopisy, které se dostaly na trh upsáním primární emise primárními dealery. V České republice se sekundární trh předpokládaným způsobem nerozvinul,

což obecně mělo negativní dopad na likviditu státních dluhopisů. K obchodování státních dluhopisů mezi investory docházelo v zásadě pouze na tzv. OTC trzích (mimoburzovních a neregulovaných trzích, kde účastníci obchodů v podstatě vyjednávají podmínky smlouvy o prodeji/nákupu státních dluhopisů přímo mezi sebou a nejsou podřízeni žádným jednotným pravidlům daného trhu). Takový OTC trh mezi sebou vytvořily např. tuzemské banky obchodující se státními dluhopisy, které si na denní bázi sdělovaly ceny (nákup/prodej) konkrétních státních dluhopisů a následně uzavíraly obchody vypořádávané Burzou cenných papírů Praha nebo Centrálním depozitářem cenných papírů (dříve UNIVYC). Státní dluhopisy se tak v podstatě neměly možnost rozšířit mezi další (jiné než institucionální) investory. Problematickým bylo rovněž plnění povinností, které primárním dealerům vyplývaly z platných předpisů, např. povinnost působit jako tvůrce trhu ve stanovených časových pásmech a dnech nebo přispívat svými cenami do fixingu (stanovení průměrné referenční prodejní/nákupní ceny) státních dluhopisů, prováděného Burzou cenných papírů. Prvně uvedenou povinnost nebylo kde transparentně plnit a tudíž ani kontrolovat, plnění posléze uvedené povinnosti pak vzhledem k tomu, že se státní dluhopisy na Burze cenných papírů Praha prakticky neobchodovaly, postrádalo smysl.

Rozvoj sekundárního trhu státních dluhopisů představuje od 1. 7. t. r. zavedení elektronického systému pro obchodování se státními dluhopisy – MTS. Technologická platforma MTS je v současnosti provozována ve 13 zemích Evropské unie a v Izraeli a účastní se jí významně globální a evropské finanční instituce. MTS je schopno zajistit transparentnost obchodů jak z hlediska jejich provádění, tak z hlediska jejich kontrolování. Na MTS se mají obchodovat státní dluhopisy se splatností přesahující 1,25 roku k okamžiku jejich přijetí k obchodování, emitované v minimální částce 30 mld. Kč nebo během 180 kalendářních dnů celkově 20 mld. Kč, jsou-li dluhopisy vydávány v několika tranších v objemech, minimálně 6 mld. Kč (výjimky z tohoto pravidla musí výslovně schválit výbor – viz další text). Předpokladem pro členství je status banky nebo obchodníka s cennými papíry, který disponuje konsolidovaným (tj. za celou skupinu) čistým jměním přesahujícím 30 mil. eur a je přímým nebo nepřímým účastníkem vypořádacího systému Centrálního depozitáře cenných papírů. Provozní pravidla MTS stanoví členům obecné povinnosti spočívající v poctivém obchodování a zachovávaní odborné péče. Podstatná je však povinnost posílat na MTS po dobu nejméně 5 hodin v pracovní dny závazné nabídky ke koupi nebo prodeji státních dluhopisů se specifikací množství, ceny

a státního dluhopisu, jejímž smyslem je rozpočítat sekundární trh se státními dluhopisy. Za účelem koordinace aktivit na MTS, např. výběr a přidělování určených státních dluhopisů, členské záležitosti (přijímání nových členů, pozastavování členství, vyloučení člena), pravidla MTS předpokládají vytvoření výboru představitelů Ministerstva financí ČR, České národní banky, provozovatele MTS a členů MTS (za předpokladu, že tito jsou současně primárními dealery).

Je třeba mít na paměti, že MTS je pilotním projektem na českém sekundárním trhu se státními dluhopisy. Likvidní sekundární trh by měl sestávat z množství obchodních systémů na straně jedné a množství aktivních investorů na straně druhé. Lze očekávat, že Ministerstvo financí ČR, jako úřad zodpovědný za přípravu a realizaci koncepce dluhopisového financování státního rozpočtu, a Česká národní banka, jako tuzemský regulátor finančního trhu, budou dohlížet na obchodování se státními dluhopisy nejen prostřednictvím výběru primárních dealerů, ale také výběrem „oficiálních“ obchodních systémů pro sekundární trh, které budou podléhat regulaci i z toho důvodu, aby v těchto systémech mohli primární dealeri transparentně plnit své povinnosti tvůrců trhu. Dle dostupných informací by Burza cenných papírů Praha měla zprovoznit vlastní obchodní systém se státními dluhopisy od počátku příštího roku. S ohledem na množství a významné postavení stávajících členů Burzy lze takovou aktivitu, která členům Burzy přinese další zajímavou investiční příležitost a emitotovi, resp. jim emitovaným cenným papírům snad přidá na potřebné atraktivitě, jen kvitovat. ●

Milan Holeček
advokát AK Vejmelka & Wünsch, s.r.o.

 VEJDELKA & WUNSCH
ADVOKÁTI, ATTORNEYS AT LAW, RECHTSANWÄLTE