



Vyhodnocení veřejné konzultace

Scorecardu korporátních dluhopisů

Ministerstvo financí České republiky
Letenská 15
118 10 Praha 1
www.mfcr.cz



Ministerstvo financí
České republiky

Obsah

1	Úvod.....	3
1.1	Kontext	3
1.2	Přehled respondentů	3
2	Připomínky	4
3	Vyhodnocení konzultace	5
4	Scorecard korporátních dluhopisů 2.0.....	5
4.1	Scorecard korporátních dluhopisů 2.0	5
4.2	Orientace ve finančních výkazech	6
4.3	Kalkulačka skóre ke Scorecardu korporátních dluhopisů	6
5	Závěr	7
6	Kontakt.....	8

1 Úvod

1.1 Kontext

Ministerstvo financí České republiky zveřejnilo k veřejné konzultaci na svých webových stránkách návrh Scorecardu korporátních dluhopisů (dále jen „**Scorecard**“) dne 15. dubna 2019 s termínem pro připomínky do 15. května 2019. Cílem této konzultace bylo získat názor odborné veřejnosti na zmíněný návrh a v něm navrženou metodiku.

Účelem Scorecardu je poskytnout retailovým investorům, kteří nejsou příliš zkušení v investování do korporátních dluhopisů, jednoduchý a rychlý nástroj pro počáteční posouzení emitenta a emitovaných dluhopisů. Bylo také upozorněno na to, že se jedná jen o počáteční posouzení emise a emitenta. Při důkladnějším a komplexní prověřování hraje roli mnohem více faktorů. Pro účely Scorecardu je řada faktorů zjednodušených pro lepší pochopení a některé další faktory jsou zmíněny v doplňující kapitole.

1.2 Přehled respondentů

Na veřejnou konzultaci odpovědělo několik subjektů prostřednictvím Asociace pro kapitálový trh České republiky, dále několik subjektů prostřednictvím České bankovní asociace, Česká národní banka, Allen & Overy, EY, Komerční banka, Vysoká škola finanční a správní, Czech Credit Bureau, rizikovedluhopisy.cz, Centrum dluhopisů, Klub investorů a traderů, významná evropská instituce a několik dalších fyzických osob.

Celkem bylo v rámci předběžných konzultací a veřejné konzultace zapojeno více než 20 fyzických a právnických osob, přičemž přesné číslo jednotlivých fyzických osob nelze zcela určit s ohledem na to, že připomínky často přicházely prostřednictvím asociací či jednotlivých právnických osob. S téměř každým z výše zmíněných respondentů bylo následně přistoupeno k vypořádání zaslaných připomínek formou osobní schůzky. Připomínky ostatních respondentů byly vypořádány elektronickou formou.

2 Připomínky

Vzhledem k tomu, že v rámci veřejné konzultace nebyly ze strany Ministerstva financí České republiky vzneseny žádné konkrétní otázky k dané problematice a respondenti se vyjadřovali k celkovému návrhu, navržené metodice a následně libovolné problematice, budou jejich připomínky v této kapitole shrnuty.

V první řadě je dobré zmínit, že většina respondentů v úvodu svých připomínek návrh dokumentu a iniciativu ze strany Ministerstva financí uvítala.

Následně se respondenti, co se týče frekvence připomínek, nejvíce vyjadřovali k celkové metodice, přičemž byla komentována vhodnost, použitelnost a kalibrace dané metodiky pro malé a střední společnosti. Dle respondentů byla navrhovaná metodika příliš přísná pro tento segment a většina českých emisí by se umístila v nejrizikovějších pásmech, jelikož tito emitenti dosahovali ve Scorecardu BEZ ratingu malého počtu bodů. V souvislosti s tím bylo také poukazováno na nezkušené investory, kteří se s tímto segmentem společností setkávají velmi často a metodika by měla posloužit hlavně jim. Na základě této metodiky by pak měli být schopni posoudit rozdíly mezi těmito emisemi a nevidět je tak se stejným rizikem.

S výše uvedenou přísností souvisely také připomínky k jednotlivým kritériím, primárně k těm finančním. Respondenti se vyjadřovali k vhodnosti a jednotlivým intervalům ukazatelů tržeb, EBITDA marže, podílu dluhu a EBITDA, ukazateli úrokového krytí a obecně k finančním výkazům, přičemž velice často byla zdůrazňována důležitost sektorových odlišností. Současně také byly obdrženy návrhy na rozšíření Scorecardu BEZ ratingu o konkrétní ukazatele a další kvalitativní kritéria současně s návrhy na jejich bodování (v některých případech). Takovými návrhy byly například ukazatele na bázi cash flow, ukazatele obsažené v bankrotních modelech, audit, IFRS, kvalita managementu, listování na burze, kovenanty apod.

Další a poměrně frekvence připomínky se týkaly holdingových struktur. Jednalo se primárně o připomínky ohledně účelově zakládaných společností (tzv. SPV) a s tím souvisejícího ručení a zajištění ze strany mateřských společností a následného širšího posuzování emise.

Bez připomínek nezůstal ani Scorecard S ratingem, který byl prakticky převzat od renomovaných ratingových společností. Zde se respondenti vyjadřovali jednak k formulaci jednotlivých pásem, a to i ve vztahu ke Scorecardu BEZ ratingu, a jednak k rozdělení pásem, kdy primárně poukazovali na dle jejich názoru příliš široké nejvíce rizikové pásmo a bylo navrhováno jeho rozdělení.

Kapitola doplňující sekce zaznamenala připomínky ohledně jejího doplnění a reformulaci některých textů. Primárně se jednalo o odvětví, zajištění, kovenanty, výnos dluhopisu, ručení, senioritu a podřízenost dluhopisů a další formy dluhopisů.

Mnoho připomínek také adresovalo formulace. Tyto připomínky se týkaly majoritní části kapitol, přičemž jejich největší frekvence byla zaznamenána v kapitole představení dokumentu a scorecardů, formulací vyhodnocení a doporučení jednotlivých pásem a doplňující sekce. S odhlédnutím od textačních připomínek kapitoly doplňující sekce se velmi často připomínkovalo a pracovalo s pojmy doporučení a riziko.

3 Vyhodnocení konzultace

S téměř každým z již dříve zmíněných respondentů bylo přistoupeno k vypořádání zaslaných připomínek formou osobní schůzky a ostatní respondenti byli vyrozuměni elektronickou formou. Následné osobní a e-mailové diskuse vyústily v určitý konsensus či stanovisko v oblasti z každé z připomínek. Hlavním výstupem vyhodnocení konzultace a zmíněných diskusí je nová podoba Scorecardu – tzv. Scorecard korporátních dluhopisů 2.0, který reflektuje podstatnou část obdržovaných připomínek a výstupů vycházejících s diskusí.

4 Scorecard korporátních dluhopisů 2.0

Jak již bylo zmíněno, Scorecard korporátních dluhopisů 2.0 (dále jen „**Scorecard 2.0**“) je výstupem vyhodnocení první veřejné konzultace a uskutečněných diskusí. Scorecard 2.0 je rovněž uveřejněn k veřejné konzultaci s opětovným cílem získat názor odborné veřejnosti na tento nový a upravený návrh a v něm navrženou metodiku. Tentokrát se se Scorecardem 2.0 navíc uveřejňují jeho dva doprovodné dokumenty – Orientace ve finančních výkazech a Kalkulačka skóre ke Scorecardu korporátních dluhopisů.

4.1 Scorecard korporátních dluhopisů 2.0

Scorecard 2.0 obsahuje řadu nových sekcí a úprav. Nově se lze ve Scorecardu setkat s tzv. Desaterem varovných signálů investování do korporátních dluhopisů, které má investorovi poskytnout prvních 10 varovných signálů, které mohou indikovat zhoršenou schopnost emitenta dostát svým závazkům. Během přibližně hodinové analýzy těchto varovných signálů tak může investor zjistit, zda v prověřování emise pokračovat či ne.

Další novou sekcí je Základní postupový diagram při investici dle Scorecardu korporátních dluhopisů. Dle tohoto diagramu investor zjistí, jaký typ ze dvou Scorecardu využít a případně také může vyloučit velmi rizikové korporátní dluhopisy.

Upravena byla sekce Scorecardu S ratingem, u kterého se jedná o změnu v oblasti vyhodnocení a popisu jednotlivých pásem rizikovosti dluhopisů. Nově tento typ Scorecardu obsahuje pět vyhodnocovacích pásem, kdy byla poslední a nejvíce spekulativní třída rozdělena na dvě pásma a do zcela nového pásma (o něco méně rizikového) vyčleněny ratingy BB+, BB, BB-. Současně s touto změnou byl do sekce Scorecardu S ratingem doplněn další snímek s rozdělením udělených ratingů emitentů a poměry selháním jednotlivých tříd ratingů pro lepší pochopení udělování ratingů a rizik s nimi spojených.

Scorecard BEZ ratingu také dostal některým změnám. Stejně jako v případě Scorecardu S ratingem se vyhodnocení a popis jednotlivých pásem rizikovosti dluhopisů u Scorecardu BEZ ratingu rozšířil na pět vyhodnocovacích pásem s jejich novou bodovou kalibrací. Co se týče jednotlivých oblastí skóringu v rámci tohoto Scorecardu, tak prospekt schválený Českou národní bankou se nově upravil na prospekt schválený orgánem dohledu emitenta, historie společnosti se proměnila v dobu fungování společnosti a oblast vlastníka společnosti se rozšířila o přidělení bodů za známou instituci či management nebo fyzickou osobu. Oblast aranžéra emise byla změněna na oblast distributora a aranžéra emise, přičemž nově obsahuje tři bodovací třídy dle toho, jak je velká a zavedená, a zda se tato entita nachází pod dohledem České národní banky. Nově se v bodované sekci tohoto

Scorecardu nachází dlouho diskutované zajištění emise. Dále ve finanční části tohoto Scorecardu došlo k rekalibraci některých finančních ukazatelů. Body za velikost v oblasti tržeb se nově odvozují od definice malých, středních a velkých podnikatelů dle doporučení 2003/361/ES. Ukazatel EBITDA marže byl nově více benevolentněji upraven dle zdrojů profesora Damodarana a hodnoty Ukazatele úrokového krytí se nově odvozují od materiálů autorů Berka, De Marza v kombinaci s renomovanými ratingovými agenturami (S&P a Moody's). Závěrem byly do bodované sekce tohoto typu Scorecardu navíc doplněny kovenanty.

Doplňující sekce také doznala několika změn. V nové verzi se pro účely komplexnějšího posouzení emise upozorňuje ještě více na zajištění, následně se rozebírá frekventovaně připomínkováná oblast účelově zakládaných dceřiných společností a ručení, účel emise a seniorita a podřízenost dluhopisů. V této sekci se později pokračuje široce rozebranou oblastí výnosu dluhopisu a souvisejících faktorů, přičemž je zde kladen důraz na výnos do splatnosti, investiční horizont a výši kupónu a samotný kupón a jeho charakteristiky. Dalšími oblastmi, na které je upozorněno, jsou auditor, plánované zadlužení, likvidita, rozdílnosti odvětví a finálně příklady dalších finančních ukazatelů.

Dokument také podstoupil několik úprav ve formulacích disclaimeru, účelu dokumentu, vysvětlení Scorecardu a také byl doplněn o několik zdrojů informací jak úvodu dokumentu, tak v závěru v kapitole odkazů a zdrojů informací. Původní kapitoly s příklady emisí s ratingem a bez ratingu byly odebrány a částečně nahrazeny doplňujícími dokumenty.

4.2 Orientace ve finančních výkazech

Prvním doplňujícím dokumentem ke Scorecardu 2.0 je Orientace ve finančních výkazech. Jeho účelem je zprostředkovat uživateli Scorecardu hlubší a srozumitelnější pohled a návod na výpočty jednotlivých finančních ukazatelů v něm obsažených a finanční výkazy obecně. Dokument nejprve stručně seznamuje jeho uživatele s finančními výkazy, následně rozebírá aktiva, pasiva, výkaz zisku a ztráty, výkaz cashflow a závěrem poskytuje návod k výpočtu jednotlivých finančních výsledků a poměrových ukazatelů a nakonec vyplňovací formulář k jejich procvičování.

V rámci tohoto dokumentu je opět upozorněno na to, že se jedná o základní výčet finančních výkazů a ukazatelů a jejich forem. Při komplexnějším posuzování a finanční analýze emise a emitenta vstupuje do hry mnohem více ukazatelů, které mohou být počítány i v jiných a složitějších formách.

4.3 Kalkulačka skóre ke Scorecardu korporátních dluhopisů

Druhým doplňujícím dokumentem je Kalkulačka skóre ke Scorecardu korporátních dluhopisů 2.0. Ta konkrétněji doplňuje a přímo vychází ze Scorecardu BEZ ratingu. Investor, který chce Scorecard a kalkulačku využít, jednoduše vyplní všechna bílá pole a kalkulačka automaticky dopočítá skóre emise nebo emitenta po vzoru Scorecardu BEZ ratingu a výsledné skóre také dle něj okomentuje.

5 Závěr

Provedená veřejná konzultace k dokumentu Scorecardu korporátních dluhopisů vyvolala značný zájem ze strany odborné veřejnosti. V rámci této konzultace byly obdrženy připomínky od více než 20 fyzických a právnických osob, přičemž přesné číslo jednotlivých fyzických osob nelze zcela určit s ohledem na to, že připomínky často přicházely prostřednictvím asociací či jednotlivých právnických osob. S téměř každým z již dříve zmíněných respondentů bylo přistoupeno k vypořádání zaslaných připomínek formou osobní schůzky a ostatní respondenti byli vyrozuměni elektronickou formou.

Následné osobní a emailové diskuse vyústily v určitý konsensus či stanovisko v oblasti z každé z připomínek. Hlavním výstupem vyhodnocení konzultace a zmíněných diskusí je nová podoba Scorecardu – tzv. Scorecard korporátních dluhopisů 2.0, který reflektuje podstatnou část obdržených připomínek a výstupů vycházejících z diskusí. Scorecard korporátních dluhopisů 2.0 je opět uveřejněn k veřejné konzultaci s opětovným cílem získat názor odborné veřejnosti na tento nový a upravený návrh a v něm navrženou metodiku. Tentokrát se se Scorecardem 2.0 navíc uveřejňují jeho dva doprovodné dokumenty – Orientace ve finančních výkazech a Kalkulačka skóre ke Scorecardu korporátních dluhopisů.

Vzhledem k vyvolanému zájmu o dokument, jeho mediálnímu pokrytí a uvítání iniciativy Ministerstva financí lze konstatovat, že první verze dokumentu do určité míry splnila své účely, kterými jsou primárně vzdělávání emitentů, vzdělávání investorů, obecně větší informovanost a transparentnost a v neposlední řadě vyvolání diskusí externích a interních odborníků na danou problematiku. Do budoucna se neočekává, že by se Scorecard stal dokumentem legislativní povahy, nicméně některé jeho prvky by v budoucnosti mohly být přítomny v opatřeních legislativní povahy.



6 Kontakt

Mgr. Bc. Aleš Králík, LL.M.

Vedoucí oddělení 3501 –
Kapitálový trh

ales.kralik@mfcz.cz

Marek Šubrt

Corporate Finance Expert
Oddělení 3501 – Kapálový trh

marek.subrt@mfcz.cz



Ministerstvo financí
České republiky