

Rizikové podnikové dluhopisy v České republice

Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových
podlimitních dluhopisů v České republice vydaných
v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025

O NÁS

Surveillance je forenzní agentura zaměřená na vyšetřování a prevenci sofistikované hospodářské kriminality.

Surveillance se specializuje zejména na forenzní vyšetřování tunelování společností, dohledávání vyvedeného majetku a rozkrývání a prokazování hospodářské kriminality managementu a vlastníků firem. K dalším službám patří například podpora klientů v insolvenčních řízeních, v obchodních sporech, zpracovávání investigativních zpráv o integritě a pověsti subjektů nebo vyhledávání propojení mezi firmami a jednotlivci.

Tým Surveillance tvoří specialisté s desítkami let zkušeností s forezním vyšetřováním hospodářské kriminality. Experti Surveillance jsou členy respektovaných organizací Association of Certified Fraud Examiners, INSOL Europe, Council of International Investigators a Českého institutu interních auditorů.

Surveillance uskutečnila projekty pro klienty působící například v České a Slovenské republice, Spojených státech amerických, Švýcarsku, Rakousku, Polsku, Německu, Černé Hoře, Rumunsku, Bulharsku, Nizozemsku, na Ukrajině nebo v Pobaltí.

Ing. Ján Lalka, Ing. Jan Kvasnička, Ing. Filip Volavka

Tým autorů ze Surveillance, s.r.o.

OBSAH

O nás	2
Obsah	3
Úvodem	4
Závěry studie	5
Studie	8
Problematika podnikových dluhopisů	9
Velikost trhu podnikových dluhopisů	12
Statistiky emitentů v úpadku a insolvenčním řízení	21
Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů	31
Příklady nových rizikových emitentů v roce 2025	36
Doporučení pro věřitele a investory	56
Rizikové indikátory	61

ÚVODEM

Vážení čtenáři,

dostává se vám do rukou již čtvrté vydání naší studie, která se zaměřuje na fenomén rizikových podnikových dluhopisů v České republice. Tato publikace navazuje na předchozí vydání a přináší aktualizaci dat, informací a závěrů za období od 1. 1. 2013 do 31. prosince 2025. Naším cílem zůstává snaha poskytovat detailní vhled do „temných zákoutí“ českého investičního trhu a rozkrývat rizika, která jsou s tímto typem investic spojena.

Ačkoliv jsou podnikové dluhopisy standardním investičním produktem, v českém prostředí se staly symbolem vysoce rizikových investic, které jsou v mnoha případech nevhodné pro běžné retailové investory. Od roku 2012, kdy došlo k rozvolnění podmínek pro emise dluhopisů, zažil kapitálový trh v České republice masivní rozmach. Rok 2025 byl v tomto ohledu rekordní, jelikož společnosti emitovaly dluhopisy v souhrnné výši 145 mld. Kč, což je nejvíce od začátku sledovaného období v roce 2013.

Ruku v ruce však s tímto růstem kráčí i alarmující nárůst úpadků. V roce 2025 bylo zahájeno insolvenční řízení se 60 emitenty, kteří vydali dluhopisy v objemu až 31,7 mld. Kč, což představuje více než pětina objemu oproti roku 2024. Z uvedeného objemu dluhopisů mělo 21,3 mld. Kč splatnost v roce 2024 nebo později, a je tedy vysoce pravděpodobné, že nebudou splaceny v plné výši. Za tímto strmým nárůstem stojí především pády velkých skupin, jako jsou SOLEK, RSBC či GEEN. Naše závěry poukazují na tristní úroveň transparentnosti, když až 58 % emitentů v insolvenci vůbec nepublikovalo své finanční výkazy před datem první emise.

Jako forenzní agentura se specializujeme na odhalování hospodářské kriminality a v této studii podrobně popisujeme tzv. „temnou zónu“ emitentů. Identifikovali jsme desítky schémat vyvádění majetku, od klasických Ponziho schémat (letadel) a podvodů až po sofistikované tunelování a nafukování hodnoty majetku. Zjistili jsme, že až třetina získaných prostředků zejména z krátkodobých emisí je spotřebována na administraci a provize prodejních sítí, a nikoliv na investiční záměr.

Naší ambicí je, aby tato studie sloužila nejen jako varování, ale také jako praktický průvodce pro investory a věřitele. Chceme, aby čtenáři dokázali včas rozpoznat rizikové indikátory – ať už jde o podezřele vysoký úrok, krátkou existenci emitenta nebo neetické jednání managementu.

Věříme, že díky komplexnímu obrazu trhu, který předkládáme, budou investoři schopni činit informovanější rozhodnutí a vyvarují se neuvážených kroků v prostředí, které stále trpí slabou regulací a informační asymetrií.

Děkujeme všem partnerům, zejména Centrálnímu depozitáři cenných papírů, a.s., za poskytnutí dat, která nám umožnila toto rozsáhlé prověřování uskutečnit.

Poděkování rovněž patří všem novinářům, kteří se dlouhodobě věnují dluhopisovým kauzám, insolvencím a souvisejícím kriminálním případům, zejména redakci Seznam Zprávy, z jejichž článků jsme čerpali informace k většině kauz popsanych v této studii.

Za tým autorů Surveillance

Ján Lalka, Managing Director,
Surveillance, s.r.o.

ZÁVĚRY STUDIE

Tato studie „Rizikové podnikové dluhopisy v České republice: Insolvence a nekalé jednání emitentů podnikových dluhopisů vydaných v České republice v letech 2013 až 2025“ navazuje na její třetí vydání z dubna 2025. Základní zjištění, která vyplývají z analýzy podnikových dluhopisů v České republice vydaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, jsou následující:

Velikost trhu podnikových dluhopisů:

- Od roku 2012, kdy Česká národní banka spolu s ministerstvem financí rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů, zažil kapitálový trh v České republice velký rozmach emitovaných podnikových dluhopisů. Mezi lety 2013 a 2025 vzrostl objem emitovaných podnikových dluhopisů z 15,6 mld. Kč na 145,1 mld. Kč za rok.
- V roce 2025 emitovaly společnosti dluhopisy v souhrnné výši 145,1 mld. Kč (z toho 136,4 mld. Kč nadlimitních a 8,7 mld. Kč podlimitních emisí), tedy nejvíce od začátku sledovaného období v roce 2013. V roce 2025 bylo emitováno o 25,6 mld. Kč více podnikových dluhopisů než v roce 2024 (119,5 mld. Kč).
- V roce 2025 bylo emitováno 1 064 emisí podnikových dluhopisů, z toho 541 nadlimitních a 523 podlimitních. Prudký nárůst počtu emisí, který probíhal až do roku 2022 (ve kterém bylo vydáno celkem 1 009 emisí), se tak v letech 2023 až 2025 stabilizoval.
- Celková částka podlimitních dluhopisů tvoří 6,2 % z celkové částky emitovaných dluhopisů ve sledovaném období 2013 až 2025. Podíl podlimitních dluhopisů se téměř zdvojnásobil ze 4,0 % v období od 2013 do 2020 na 7,8 % v období od roku 2021 do 2025.
- Ve sledovaném období let 2013 až 2025 bylo emitováno celkem 6 997 emisí podnikových dluhopisů v souhrnné výši 899,09 mld. Kč, které byly vydány 2 138 emitenty, z toho:
 - 3 605 nadlimitních emisí ve výši 842,97 mld. Kč (93,8 % z celkové částky emitovaných dluhopisů), průměrná částka emise byla ve výši 233,8 mil. Kč,
 - 3 392 podlimitních emisí ve výši 56,17 mld. Kč (6,2 % z celkové částky emitovaných dluhopisů), průměrná částka emise byla ve výši 16,5 mil. Kč.
- Na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise. Až 53 % z celkového počtu emitovaných podnikových dluhopisů bylo vydáno se splatností do tří let. Pouze 11 % dluhopisů bylo emitováno na období delší než pět let.
- Ve sledovaném období nabízely podlimitní emise v průměru o 1 p. b. vyšší roční úrokovou sazbu (8,4 % p. a.) než emise nadlimitní (7,3 % p. a.). Po růstu průměrných sazeb v letech 2022 a 2023 došlo v roce 2024 k opětovnému snížení úrokových sazeb z 10,2 % na 8,9 % u podlimitních a z 9,8 % na 7,5 % u nadlimitních dluhopisů. V roce 2025 podlimitní sazby mírně vzrostly na 9,2 %, zatímco nadlimitní mírně poklesly na 7,3 %, přičemž rozdíl mezi průměrnými sazbami se rozšířil na 1,9 p. b.
- Zatímco v letech 2013 až 2017 převažovaly emise dluhopisů bez možnosti veřejné nabídky, od roku 2018 došlo ke změně tohoto poměru a převažovaly emise s možností veřejné nabídky. Od roku 2020 objem emisí s možností veřejné nabídky každoročně rostl až na 106 mld. Kč v roce 2025 (73 % celkového objemu).

Statistiky emitentů podnikových dluhopisů v insolinci:

- V roce 2025 bylo zahájeno insolvenční řízení se 60 emitenty dluhopisů, kteří emitovali dluhopisy v rekordním objemu 31,7 mld. Kč, což představuje více než pětinasobek objemu oproti roku 2024. Objem dluhopisů s emitenty v insolinci je tak nejvyšší od roku 2013. Za strmým nárůstem stojí zejména pády velkých skupin SOLEK, RSBC a GEEN. Z uvedeného objemu 31,7 mld. Kč měly dluhopisy ve výši 21,3 mld. Kč splatnost v roce 2024 nebo později, a je tedy vysoce pravděpodobné, že nebudou splaceny v plné výši.
- V roce 2025 vstoupilo státní zastupitelství do osmi insolvenčních řízení. U osmi emitentů v insolvenčních řízeních byly podány žaloby, které indikovaly vyvádění majetku ze společností emitentů.

- V období od roku 2013 do roku 2025 skončilo v insolventci 259 emitentů, kteří vydali emise v souhrnné výši 56,95 mld. Kč. Z toho 69 emitentů, kteří vydali alespoň jednu nadlimitní emisi, emitovalo dluhopisy v souhrnné výši 51,28 mld. Kč a 190 emitentů, kteří vydali výhradně podlimitní emise, emitovalo dluhopisy v souhrnné výši 5,67 mld. Kč.¹
- V insolventci skončil v průměru každý osmý emitent (12,11 % z celkového počtu), který vydal dluhopisy v období let 2013 až 2025. Podíl emitentů v insolventci, kteří vydali podlimitní emise, je 14,57 % a je tak významně vyšší než podíl emitentů v insolventci ve výši 8,27 %, kteří vydali nadlimitní emise.
- Jednotliví emitenti mohli vydat více emisí dluhopisů. V insolventci skončilo 14,5 % podlimitních emisí a 13,3 % nadlimitních emisí vydaných v letech 2013 až 2025 emitenty, se kterými bylo do 31. 12. 2025 zahájeno insolvenční řízení.
- Z celkového objemu 842,97 mld. Kč emitovaných nadlimitních dluhopisů bylo 5,7 % (47,7 mld. Kč) vydáno emitenty, kteří do 31. 12. 2025 skončili v insolventci. Z celkového objemu podlimitních dluhopisů ve výši 56,1 mld. Kč vydali 16,5 % (9,2 mld. Kč) emitenti, kteří do 31. 12. 2025 skončili v insolventci. Z uvedených zjištění vyplývá, že podlimitní dluhopisy jsou významně rizikovější než dluhopisy nadlimitní, nicméně celkový objem nadlimitních dluhopisů v insolventci je vyšší.
- Problémoví emitenti končí v úpadku poměrně brzy. Téměř polovina emitentů v úpadku skončila v insolventci do tří let po první emisi svých dluhopisů a 81 % do pěti let po první emisi. Celkem 15 emitentů skončilo v insolventci do jednoho roku po emisi dluhopisů, 33 emitentů mezi jedním až dvěma lety a dalších 63 emitentů v období mezi dvěma a třemi lety od první emise.
- Jeden emitent-dlužník byl zapsán do obchodního rejstříku méně než jeden rok před zahájením insolvenčního řízení (společnost Clever Monitor Financials a.s.). Více než jeden rok a méně než čtyři roky existovala třetina emitentů v insolventci. Čtvrtina emitentů skončila v insolventci v období vyšším než 10 let.
- Více než polovina emitentů (58 %) vůbec nepublikovala své finanční výkazy ve sbírce listin za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů. Do jednoho roku před emisí publikovala pětina emitentů, do dvou let od data emise dalších 16 %. Tento výsledek poskytuje tristní obraz o transparentnosti emitentů a o naivitě investorů, kteří investovali své prostředky do společností, o kterých nemohli mít dostatečné informace.
- Vyšší nabízený úrok zůstává varovným signálem, avšak jeho vypovídací hodnota se snižuje. Emitenti, kteří skončili v insolventci, nabízeli v době vydání emisí úrokové sazby maximálně o 1,16 p. b. vyšší než ostatní – tento rozdíl je výrazně nižší, než jaký byl zaznamenán v předchozích vydáních studie. Vysoký úrok tedy není jediným ani spolehlivým ukazatelem rizikovosti emitenta.
- Emise podlimitních podnikových dluhopisů je spojena s vysokými náklady – až třetina získané částky z emise zejména krátkodobých dluhopisů v prvním roce není využita na investiční záměr, ale je spotřebována na administraci emise a úrokové závazky emitenta.

Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů:

- Mezi nejvýznamnější identifikovaná rizika patří kreditní riziko, tj. riziko nesplacení vložených prostředků investorů emitenty, a riziko podvodného jednání emitentů.
- Kromě neetického jednání, informační asymetrie nebo morálního hazardu jsme identifikovali následující druhy nekalého jednání:
 - Ponziho schéma (tzv. letadlo) – schéma, ve kterém emitent slibuje k nalákání investorů vysoké úroky a investor svěřuje emitentovi peníze za účelem jejich zúročení. Tyto získané prostředky však emitent neinvestuje, ale používá je na výplatu závazků (úroků nebo nominálu investic) za předešlými investory. Tento systém však funguje pouze do té doby, dokud přicházejí noví investoři, kteří vkládají nové prostředky. Když už emitentovi nezbydou žádné peníze na vyplácení závazků, zkrachuje.

¹ Někteří emitenti vydali jak nadlimitní, tak podlimitní emise. Pokud vydal emitent alespoň jednu nadlimitní emisi, je zařazen do kategorie nadlimitní. V dělení podle jednotlivých emisí vydali tyto emitenti 47,71 mld. Kč v nadlimitních a 9,24 mld. Kč v podlimitních emisích.

- Podvod – emitent v čase vydání dluhopisů již věděl, že je nebude schopen splatit. Část z prověřovaných emitentů tvořily již od počátku právnické osoby, které byly založeny s cílem získat co nejjednodušeji peněžní prostředky od důvěřivých investorů podvodným způsobem, následně prostředky rychle vyvést do rukou ovládajících osob emitenta a společnosti jako prázdné skořápky zlikvidovat v insolvenčním řízení.
- Zkreslování informací o hospodaření a skutečné osobě emitenta – emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace o skutečné právnické osobě emitenta, která byla pouze nastrčenou účelovou společností a která měla pod jménem renomované existující společnosti načerpat prostředky z emise. Emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo v emisních podmínkách, případně se informace poskytované konkrétním investorům významně lišily od oficiálních informací.
- Nafukování hodnoty majetku emitenta – emitent nadhodnocoval svůj majetek, aby vypadal před investory stabilněji, než ve skutečnosti byl. Rovněž na základě zkreslené hodnoty majetku mohl získávat nové financování a dále se zadlužovat.
- Nabídka fiktivních emisí na cizí jméno pomocí podvodné dluhopisové platformy – pachatelé vytvořili fiktivní advokátní kancelář, podvodnou dluhopisovou platformu a založili síť propojených společností přes které nabízeli emise jménem jiných firem bez souhlasu jejich skutečných jednatelů či společníků. Investoři následně uzavírali smlouvy a posílali peníze na účet pachatelům, bez vědomí poškozených firem, na jejichž jméno byly dluhopisy emitovány.
- Tunelování majetku úpadce – vyvádění prostředků z majetku úpadce jejími ovládající osobami. Identifikovali jsme desítky schémat vyvádění majetku ze společností emitentů krátce po získání prostředků z emise, případně v období, kdy se emitent dostal do úpadečného stavu.

Doporučení k prevenci:

Každý investor, který zamýšlí investovat do rizikových dluhopisů, by měl věnovat čas a prostředky na důkladné prověření společnosti emitenta, fyzických osob ovládajících právnickou osobu emitenta, samotné emise a prodejce emise.

Na datech z této studie lze ilustrovat rozsah rizika, kterému investoři do podnikových dluhopisů v ČR čelí:

- Investor, který by v průběhu sledovaného období (od roku 2013 do roku 2025) rovnoměrně rozložil investici shodné částky mezi všechny emitenty na trhu, by měl v portfoliu 12,1 % hodnoty portfolia v dluhopisech emitentů, kteří skončili v insolinci.²
- Při nákupu váženém podle objemu emisí, tedy více prostředků do větších emisí a méně do menších, by stejný investor držel 6,3 % hodnoty portfolia v dluhopisech emitentů, kteří skončili v insolinci.³

Tato čísla jasně ukazují, že riziko ztráty investice je na českém trhu podnikových dluhopisů velmi reálné a že schopnost rozlišit kvalitního emitenta od problematického má přímý dopad na výsledek investice. Na základě našich zkušeností v oblasti prověřování fyzických a právnických osob jsme pro potenciální investory připravili několik desítek doporučení na ochranu a prevenci před podvodníky z řad emitentů. Celý seznam doporučení je uveden v kapitole „Doporučení pro věřitele a investory“.

² V insolinci skončilo do 31. 12. 2025 celkem 259 z 2 138 emitentů, tedy v průměru každý osmý emitent (12,1 %), který vydal dluhopisy v období let 2013 až 2025.

³ Od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 skončili v insolinci emitenti, kteří vydali podnikové dluhopisy v souhrnné výši 56,95 mld. Kč. Tato částka představuje 6,3 % z celkového objemu vydaných dluhopisů ve výši 899,09 mld. Kč.

PROBLEMATIKA A VELIKOST TRHU PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

Problematika podnikových dluhopisů

Popis situace na trhu podnikových dluhopisů v České republice

Podnikové dluhopisy⁴ představují standardní nástroj financování podnikatelských subjektů. V České republice i v zahraničí jsou běžně využívány jako alternativa k bankovnímu financování nebo emisím akcií. Emitenti prostřednictvím dluhopisů získávají kapitál od investorů, který je zpravidla určen k financování konkrétních investičních projektů, rozvoje podnikatelských aktivit nebo refinancování stávajících závazků. Výnosy generované z těchto projektů by měly v budoucnu sloužit jako zdroj pro výplatu úroků investorům a pro splacení jistiny dluhopisů při jejich splatnosti.

Pro investory představují podnikové dluhopisy investiční nástroj s předem definovanými parametry – zejména s pevně stanovenou dobou splatnosti a předem určeným úrokovým výnosem. Tato konstrukce umožňuje relativně přesně odhadnout budoucí výnos investice, což je ve srovnání s investicemi do akcií často vnímáno jako prvek vyšší předvídatelnosti. Akciové investice jsou totiž výrazně citlivější na ekonomický cyklus, výkonnost společnosti i širší vývoj kapitálových trhů.

Předvídatelnost výnosu však neznamená automaticky nižší investiční riziko. Z ekonomického hlediska by měla být nižší nejistota výnosu kompenzována také nižším očekávaným výnosem oproti rizikovějším investičním třídám, například akciím. Praxe na trhu podnikových dluhopisů však ukazuje, že tento vztah nemusí být vždy dodržen. Na českém trhu byly v posledním desetiletí emitovány dluhopisy s velmi vysokými úrokovými sazbami, a to často společnostmi s omezenou historií, bez významnějších provozních aktivit nebo bez dostatečné finanční výkonnosti. V řadě případů šlo o účelově založené společnosti, jejichž schopnost generovat budoucí výnosy byla značně nejistá. Podnikové dluhopisy tak mohou představovat investici s výrazně vyšší mírou rizika, než jaké si část drobných investorů uvědomuje. Zejména u emisí s vysokým úrokovým výnosem může jít o investiční nástroje vhodné především pro zkušenější investory, kteří jsou schopni samostatně posoudit finanční situaci emitenta, jeho podnikatelský model i ekonomickou životaschopnost financovaného projektu.

Nejrizikovější segment podnikových dluhopisů je tradičně označován jako prašivé dluhopisy (anglicky „junk bonds“). Tyto dluhopisy nabízejí nadprůměrné úrokové výnosy, které jsou však kompenzací za výrazně vyšší kreditní riziko emitenta. Jsou distribuovány prostřednictvím regulovaných subjektů, například obchodníků s cennými papíry, kteří podléhají dohledu České národní banky (ČNB). Významná část emisí je však distribuována také prostřednictvím jiných kanálů – například přímým prodejem emitentem, prostřednictvím internetových platform, poradenských sítí nebo multi-level marketingových struktur. Tyto distribuční kanály tak umožňují prodej vysoce rizikových emisí investorům bez dostatečné informovanosti o skutečných rizicích.

Kapitálový trh v České republice zaznamenal v posledním desetiletí výrazný nárůst emisí podnikových dluhopisů. Jedním z faktorů tohoto vývoje byla legislativní změna přijatá v roce 2012, která zjednodušila proces emise dluhopisů. Mimo jiné zanikla povinnost nechat schvalovat emisní podmínky u emisí s celkovým objemem do jednoho milionu eur. Tyto tzv. podlimitní emise se tak mohly na trhu objevovat bez předchozího schválení regulátorem. V kombinaci s relativně nízkými náklady na emisi dluhopisů to vedlo k rychlému rozšíření tohoto způsobu financování, zejména mezi menšími nebo nově vzniklými společnostmi.

Do roku 2020 navíc neexistovala ani povinnost tyto emise systematicky evidovat či oznamovat centrálnímu orgánu veřejné moci. V důsledku toho vznikl segment trhu, který byl z pohledu regulatorního dohledu i informovanosti investorů velmi obtížně monitorovatelný. ČNB na rostoucí rizika postupně reagovala například vydáním dokumentu „Desatero pro drobné investory do podnikových dluhopisů“, který upozorňoval na rizikovost těchto investic a na to, že schválení prospektu emise neznamená garanci kvality investice.

⁴ Podle zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, je dluhopis „cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu“. Emisí dluhopisů „se rozumí soubor dluhopisů vydávaných na základě těchto emisních podmínek a majících stejné datum emise a stejné datum splatnosti. Dluhopisům téže emise, s nimiž jsou spojena stejná práva, se přidělí stejné identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (ISIN), nebo jiný údaj identifikující dluhopis“.

Základním právním rámcem pro vydávání podnikových dluhopisů v České republice je zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech⁵, který upravuje základní náležitosti dluhopisů jako cenných papírů, podmínky jejich emise a práva a povinnosti emitentů i investorů. Zákon stanoví zejména základní identifikační údaje o emitentovi, jmenovitou hodnotu dluhopisu, způsob a dobu jeho splacení, výši úrokového výnosu a další parametry emise. Splnění těchto náležitostí je podmínkou toho, aby se z listiny či zaknihovaného zápisu stal právně relevantní cenný papír představující závazek emitenta vůči investorovi.

Od novely zákona o dluhopisech účinné od roku 2020 musí mít každý dluhopis, včetně podlimitních emisí, přiděleno identifikační označení podle mezinárodního systému identifikace cenných papírů ISIN (International Securities Identification Number). Tato povinnost se vztahuje jak na listinné, tak na zaknihované dluhopisy a přispěla alespoň k částečnému zvýšení transparentnosti dluhopisového trhu. Emitent může dluhopisy vydat pouze tehdy, pokud byly investorům nejpozději k datu emise zpřístupněny emisní podmínky, například prostřednictvím internetových stránek emitenta.

Vedle zákona o dluhopisech je důležitým právním předpisem také nařízení (EU) 2017/1129 o prospektu (Prospectus Regulation)⁶, které – s výjimkami v něm stanovenými – vyžaduje vypracování a zveřejnění prospektu při veřejné nabídce cenných papírů nebo při jejich přijetí k obchodování na regulovaném trhu. Prospekt musí obsahovat relevantní informace o emitentovi, jeho finanční situaci, podnikatelském modelu i rizicích spojených s investicí. V České republice prospekty schvaluje ČNB a na úrovni Evropské unie je jejich přehled evidován Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA).

S nárůstem emisí podnikových dluhopisů souvisí také růst investičních rizik. Z pohledu investorů je nejvýznamnějším z nich kreditní riziko, tedy riziko, že emitent nebude schopen dostát svým závazkům a dluhopisy splatit. Toto riziko je zvláště významné u emisí společností s omezenou historií nebo s nedostatečnou kapitálovou základnou.

Analýza veřejně dostupných zdrojů a dokumentace z insolvenčních řízení emitentů dluhopisů, které jsme v této studii podrobně analyzovali, však ukazuje, že vedle kreditního rizika existuje také riziko podvodného nebo manipulativního jednání emitentů. Vzhledem k informační asymetrii mezi emitentem a investory může být skutečný ekonomický stav emitenta dlouhou dobu skrytý a problémy se často projeví až v okamžiku, kdy emitent přestane vyplácet úrokové výnosy nebo nesplatí jistinu dluhopisů.

Významnou roli při expanzi trhu podnikových dluhopisů sehrál rovněž způsob jejich distribuce. V posledních letech se výrazně rozšířily internetové platformy, poradenské sítě a různé formy zprostředkovatelských struktur, které umožňují rychlé oslovení širokého okruhu drobných investorů. V některých případech jsou tyto emise prezentovány jako relativně bezpečné investiční nástroje s atraktivním výnosem, aniž by byla investorům dostatečně vysvětlena skutečná rizika investice.

Z našich forenzních šetření emitentů dluhopisů v úpadku a z informací dostupných v insolvenčním rejstříku vyplývá, že významnou položku nákladů emisí představovaly provize za distribuci dluhopisů. Ty se v analyzovaných případech pohybovaly v rozmezí přibližně 6 až 10 % z celkového objemu emise, což představuje velmi významnou část získaného kapitálu. Takto vysoké distribuční náklady mohou zásadně zvyšovat tlak na ekonomickou výkonnost financovaných projektů a v některých případech vedou k situaci, kdy emitent není schopen tyto náklady pokrýt z vlastního podnikání.

Analýza některých insolvenčních případů navíc naznačuje, že část emitentů nebyla schopna splácet závazky z dluhopisů z provozních výnosů, ale pouze z prostředků získaných z nových emisí nebo od dalších investorů. V extrémních případech tak může docházet ke strukturám připomínajícím Ponziho schéma, kdy jsou výnosy vypláceny z nově získaných prostředků, nikoli z reálné ekonomické činnosti emitenta. Rozsah a dopady těchto jevů, včetně analýzy konkrétních případů emisí podnikových dluhopisů, které skončily v insolvenci, podrobně analyzujeme v kapitole „Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů“.

⁵ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

⁶ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES.

Návrhy na zlepšení situace na trhu podnikových dluhopisů

Zrušení listinných dluhopisů

Většina vyspělých dluhopisových trhů v EU dnes funguje na bázi plně dematerializovaných (nebo také zaknihovaných) cenných papírů, které jsou evidovány u centrálního depozitáře nebo jiného regulovaného subjektu. U dluhopisů přijatých k obchodování na regulovaném trhu v EU je zaknihovaná či imobilizovaná podoba povinná a listinné dluhopisy se v tomto segmentu v zásadě nepoužívají.

Česká právní úprava naproti tomu stále umožňuje emisi listinných korporátních dluhopisů, včetně emisí bez prospektu, které jsou nabízeny v podlimitním či neveřejném režimu. V takovém prostředí může emitent distribuovat listinné dluhopisy bez zapojení regulovaného zprostředkovatele, přičemž evidence o skutečných emitentech a investorech sice existuje, ale je decentralizovaná a vedená emitentem, nikoli regulovanou institucí. To výrazně omezuje dohledatelnost, komplikuje ochranu investorů i účinný výkon dohledu a současně vytváří prostor pro obcházení pravidel trhu.

Zrušení listinných dluhopisů a povinná dematerializace všech nových emisí by v českém prostředí měla několik konkrétních přínosů. Každá emise by musela být zaevidována u regulovaného subjektu (například u centrálního depozitáře), který podléhá dohledu ČNB a plní povinnosti v oblasti AML/CFT, včetně identifikace a kontroly emitenta a investorů. Zároveň by se každý převod dluhopisu promítl do evidence, takže by bylo možné kdykoli zpětně dohledat aktuálního i historického vlastníka a lépe vyhodnotit koncentraci rizika či podezřelé transakce. Pro investory by dematerializace znamenala vyšší bezpečnost, transparentnost a snazší ověření základních parametrů emise (ISIN, objem, splatnost, statut emitenta, případná příslušnost k regulovanému či jinému dohlíženému režimu), protože informace by byly vázány na evidenci regulovaného subjektu, nikoli pouze na samotnou listinu.

Zrušení listinných dluhopisů by tak významně přispělo k transparentnosti dluhopisového trhu a posílilo AML funkci prostřednictvím třetí regulované osoby. V českém kontextu by šlo o logický krok směrem k harmonizaci s evropskou praxí a k omezení nejproblematictějšího segmentu dluhopisových nabídek mířených na retailové investory.

Omezení nebo vyloučení neregulovaných distributorů z distribuce dluhopisů

Zkušenosti z českého trhu ukazují, že významná část problematických či vysoce rizikových korporátních dluhopisů byla nabízena mimo standardní finanční infrastrukturu – prostřednictvím různých nebankovních zprostředkovatelů, marketingových agentur nebo pololegálních „poradců“, kteří nepodléhali režimu MiFID II ani průběžnému dohledu. V těchto případech chyběla nejen povinnost posoudit vhodnost a přiměřenost produktu pro konkrétního klienta, ale často i základní informovanost investorů o skutečných rizicích emise a o finanční situaci emitenta.

Evropský rámec MiFID II přitom klade na licencované distributory poměrně komplexní požadavky: povinnost nastavit cílový trh, vyhodnocovat vhodnost a přiměřenost investice, jednat v nejlepší zájmu klienta a podléhat průběžnému dohledu včetně sankcí. Pokud jsou dluhopisy nabízeny subjekty, které těmto pravidlům nepodléhají, dochází fakticky k „regulatorní arbitráži“ – emitent i distributor těží z výhod dluhopisového financování, ale nenesou standardní regulatorní zátěž spojenou s ochranou investorů.

Řešením proto není pouze zpřísnění emisních podmínek, ale i jasné vymezení, že dluhopisy určené retailovým investorům mohou nabízet pouze regulovaní a licencovaní distributoři (banky, obchodníci s cennými papíry, vázaní zástupci pod jejich odpovědností). Takové omezení by v praxi vedlo k tomu, že každý retailový investor by vstupoval do dluhopisové investice přes subjekt s povinností provést základní kontrolu produktu, posoudit jeho vhodnost a přiměřenost a poskytovat transparentní informace, přičemž selhání by mohlo být postižitelné dohledovým orgánem. Mezinárodní zkušenosti z jiných jurisdikcí rovněž potvrzují, že neautorizované online platformy a nelegitimní distributoři představují pro drobné investory významné riziko a že regulátoři před jejich používáním výslovně varují. Systematické vyloučení neregulovaných distributorů tedy může být jedním z nejefektivnějších nástrojů, jak omezit šíření toxických dluhopisů, posílit důvěru v trh a přesměrovat emise i investory do prostředí, kde existují jasná pravidla ochrany klienta a účinný dohled.

Velikost trhu podnikových dluhopisů

V roce 2012 ČNB spolu s ministerstvem financí změnou legislativy rozvolnila podmínky pro emisi dluhopisů. Kromě jiných podmínek tak zanikla povinnost schvalování emisních podmínek pro dluhopisy s celkovou emitovanou částkou do jednoho milionu eur (24,4 mil. Kč, podle aktuálního kurzu) ze strany ČNB. Vydání malých podlimitních emisí podnikových dluhopisů do této částky se tak stalo prakticky neregulovanou, nehlídanou a velmi rizikovou částí investičního trhu a nabídka těchto podlimitních, vysoce rizikových podnikových dluhopisů tak za poslední roky nekontrolovaně narostla.

Podnikových dluhopisů je na českém trhu emitováno velké množství, a jsou navíc různé kvality. Největší dluhopisové emise byly vydány bonitními a důvěryhodnými emitenty z řad českých bank, finančních skupin nebo významných průmyslových společností a lídrů v české ekonomice. Počet malých a nekotovaných emisí prodávaných drobným investorům je rovněž významný – jedná se o stovky emisí v objemu několika desítek miliard Kč.

Vzhledem k tomu, že malé emise podlimitních dluhopisů nebyly do května 2020 centrálně evidovány (změnila to až novela zákona a povinnost evidence u Centrálního depozitáře cenných papírů a přidělení ISIN), nebylo možné vytvořit přesný přehled všech emitentů a jejich emisí od roku 2013 až do současnosti. V rámci této studie se nám podařilo získat komplexnější data o trhu s podnikovými dluhopisy v České republice, a to mimo jiné i díky spolupráci s Centrálním depozitářem cenných papírů.

Metodologie

V této studii jsou používány následující klíčové termíny:

- **Registrace dluhopisů** představuje jejich zaevidování v systému Centrálního depozitáře cenných papírů (CDCP) a přidělení ISIN. Tento krok je administrativním předpokladem pro následnou emisi dluhopisů, avšak sám o sobě neznamená jejich vydání či uvedení na trh.
- **Emise dluhopisů** označuje jejich faktické vydání emitentem. Dluhopisy se tímto krokem stávají způsobilými k obchodování či dalšímu nabízení investorům.
- **Úpis dluhopisů** označuje proces samotného prodeje investorům. Může probíhat buď neveřejně formou privátních transakcí (například prodej vybraným investorům), nebo prostřednictvím veřejné nabídky, kdy jsou dluhopisy dostupné širšímu okruhu investorů na trhu.

Data o objemu emitovaných dluhopisů uvedená v této studii vycházejí zejména z:

- **Databáze dluhopisů registrovaných u CDCP:** obsahuje podlimitní i nadlimitní dluhopisy registrované v ČR. Databáze CDCP neobsahuje informaci o tom, zda po registraci listinných dluhopisů došlo také k jejich emisi.
- **Registru prospektů ČNB:** obsahuje všechny prospekty dluhopisů schválené a zveřejněné ČNB. Databáze neobsahuje informace o emisích, jejichž prospekty nepodléhají schválení ČNB, jako jsou emise podlimitních dluhopisů nebo emise nadlimitních dluhopisů, které nejsou určeny k veřejné nabídce.
- **Dalších databází a zdrojů informací o dluhopisech** dohledaných v otevřených zdrojích.

Upozorňujeme, že celkový objem dluhopisových emisí vychází zejména z databáze CDCP, a proto souhrnná částka emisí odpovídá maximální výši emise uvedené při registraci dluhopisu v CDCP. To znamená, že objem skutečně upsaných dluhopisů se může lišit od objemu emisí uvedených v této studii:

- jelikož neexistuje centrální evidence skutečně upsaného objemu dluhopisů,
- nelze ověřit, zda po zaregistrování dluhopisu skutečně došlo k emisi a úpisu dluhopisů,
- část registrovaných dluhopisů je nabízena neveřejně,
- informace o emisi mohly být v průběhu času z otevřených zdrojů odstraněny nebo byly publikovány ve zdrojích, které nám nebyly dostupné.

Data uvedená v této studii zahrnují pouze podnikové dluhopisy bez dluhopisů emitovaných finančními institucemi a státem.

Vzhledem k průběžnému získávání nových dat a z důvodu zpřesňování již získaných informací o emisích (například na základě publikování dat o dluhopisových závazcích v insolvenčním rejstříku pro emitenty v úpadku), mohou být data uvedená v této studii mírně odlišná od dat uvedených v předchozích studiích.

Velikost trhu podnikových dluhopisů (bez finančních institucí a státu)

Ve veřejně dostupných zdrojích jsme identifikovali 6 997 nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v České republice, jejichž celková hodnota dosáhla 899,09 mld. Kč. Tyto dluhopisy emitovalo 2 138 společností v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025.

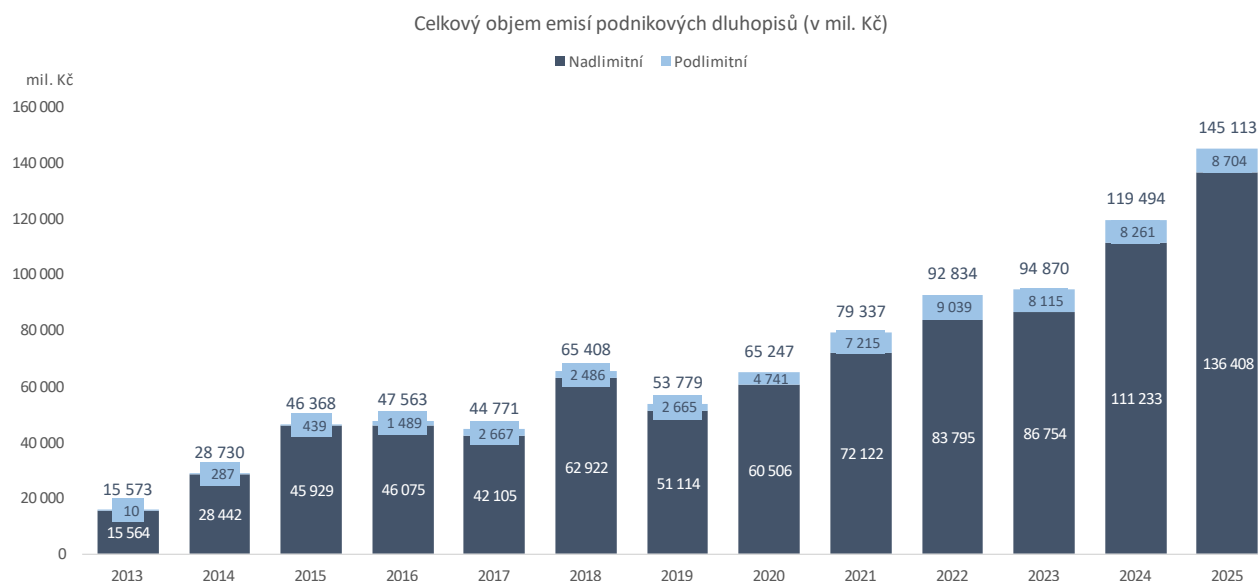
Celkový vývoj počtu a částky emitovaných podnikových nadlimitních a podlimitních emisí dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 zobrazuje následující tabulka (částky v mil. Kč):

Rok emise	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Celkem
Objem emise														
Nadlimitní	15 564	28 442	45 929	46 075	42 105	62 922	51 114	60 506	72 122	83 795	86 754	111 233	136 408	842 970
Podlimitní	10	287	439	1 489	2 667	2 486	2 665	4 741	7 215	9 039	8 115	8 261	8 704	56 117
Celkem	15 573	28 730	46 368	47 563	44 771	65 408	53 779	65 247	79 337	92 834	94 870	119 494	145 113	899 086
Počet emisí														
Nadlimitní	28	71	96	161	160	197	199	280	344	475	505	548	541	3 605
Podlimitní	1	18	33	99	159	142	155	288	422	534	508	510	523	3 392
Celkem	29	89	129	260	319	339	354	568	766	1 009	1 013	1 058	1 064	6 997

Z tabulky vyplývá, že emitenti nadlimitních podnikových dluhopisů vydali celkem 3 605 emisí v souhrnné výši 842,97 mld. Kč a emitenti podlimitních podnikových dluhopisů vydali celkem 3 392 emisí v souhrnné výši 56,12 mld. Kč. Průměrná částka emise od roku 2013 do roku 2025 byla ve výši 233,8 mil. Kč u nadlimitních emisí a 16,5 mil. Kč u podlimitních emisí.

Objem emitovaných podnikových dluhopisů

Vývoj celkové částky emitovaných nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 zobrazuje následující graf (v mil. Kč, podle roku emise)



V roce 2025 emitovaly společnosti v ČR podlimitní a nadlimitní dluhopisy ve výši 145,1 mld. Kč (z toho 136,4 mld. Kč nadlimitních a 8,7 mld. Kč podlimitních emisí), tedy nejvíce od začátku sledovaného období. V roce 2025 tak bylo emitováno o 25,6 mld. Kč více podnikových dluhopisů než v roce 2024 (119,5 mld. Kč).

Ve srovnání s nadlimitními emisemi je částka podlimitních emisí významně nižší, celková částka podlimitních dluhopisů tvoří pouze 6,2 % z celkové částky emitovaných dluhopisů ve sledovaném období 2013 až 2025. Podíl podlimitních dluhopisů (které považujeme za rizikovější) vůči celkové emitované částce dluhopisů vzrostl ze 4,0 % v období od 2013 do 2020 na 7,8 % v období od 2021 do 2025. Jedním z hlavních důvodů nárůstu podílu podlimitních emisí je pravděpodobně zavedení povinnosti registrace podlimitních dluhopisů u CDCP.

Objem emitovaných podnikových dluhopisů podle možnosti jejich veřejné nabídky

Podnikové dluhopisy mohou být nabízeny investorům veřejně nebo prostřednictvím neveřejných nabídek určených omezenému okruhu zájemců. U nadlimitních dluhopisů je jejich veřejná nabídka regulována zákonem a vyžaduje schválení prospektu ze strany ČNB. Podlimitní emise mohou být také nabízeny veřejně a schválení prospektu ze strany ČNB nevyžadují.

Nadlimitní dluhopisové emise, které nemají schválený prospekt ČNB, nemohou být veřejně nabízeny a jejich distribuce podléhá omezením. Nadlimitní emise bez schváleného prospektu tak mohou být nabízeny pouze kvalifikovaným investorům, případně nemusely být vůbec emitovány.

Podnikové dluhopisy tak můžeme rozdělit do dvou skupin – dluhopisy s možností veřejné nabídky a bez možnosti veřejné nabídky. Následující graf ukazuje celkový objem dluhopisů emitovaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, rozčleněný podle možnosti veřejné nabídky na dvě kategorie (částka v mil. Kč, podle roku emise):

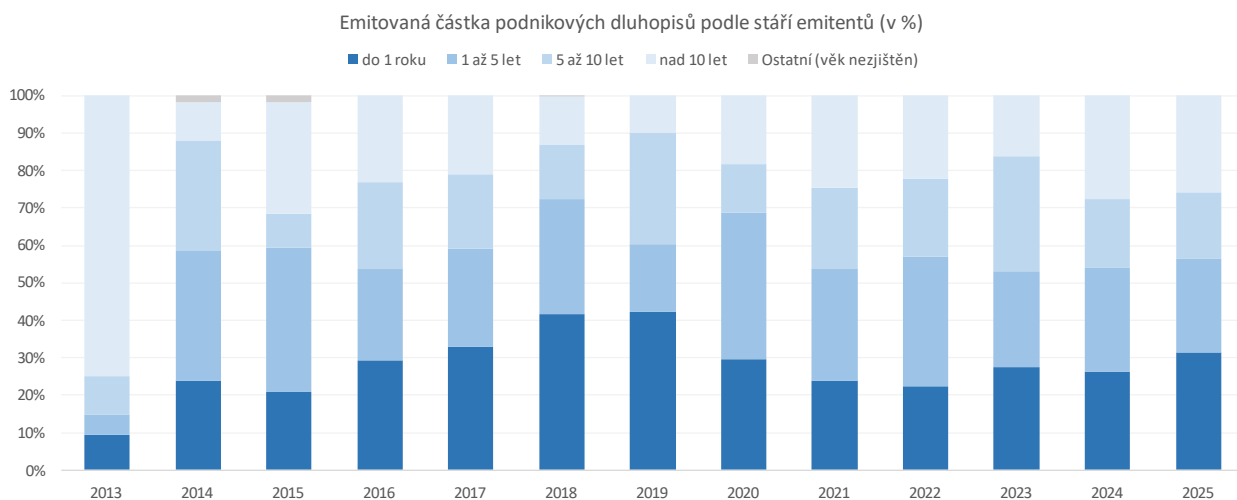


Zatímco v letech 2013 až 2017 převažovaly emise dluhopisů bez možnosti veřejné nabídky, od roku 2018 došlo ke změně tohoto poměru a převažovaly emise s možností veřejné nabídky. Od roku 2020 objem emisí s možností veřejné nabídky každoročně roste až na 106 mld. Kč v roce 2025.

Přehled 20 nejvýznamnějších emitentů dluhopisů v roce 2025, rozčleněný podle možnosti veřejné nabídky, je uveden v následující tabulce (maximální objem emise, v Kč):

Možnost veřejné nabídky	Název emitenta	Maximální objem emise dluhopisů
S možností veřejné nabídky	CZECHOSLOVAK GROUP a.s.	10 000 000 000 Kč
	CREDITAS Invest a.s.	8 425 000 000 Kč
	JTSEC CZ Financing 2, a.s.	8 000 000 000 Kč
	CZG - Česká zbrojovka Group SE	6 000 000 000 Kč
	Europacity Berlín finco s.r.o.	4 854 375 000 Kč
	Accolade Finco Czech 2, s.r.o.	4 375 000 000 Kč
	SAB Holding a.s.	4 190 000 000 Kč
	Českomoravská Projektová VIII a.s.	4 100 000 000 Kč
	RegioJet Finance 2 a.s.	4 000 000 000 Kč
	TV Nova s.r.o.	4 000 000 000 Kč
	Sev.en Global Investments a.s.	4 945 000 000 Kč
Bez možnosti veřejné nabídky	KLD Projects a.s.	3 000 000 000 Kč
	VIGO Project Financing a.s.	1 816 600 000 Kč
	ŠKODA A.S.	1 705 215 000 Kč
	Alza.sk s.r.o.	1 607 125 000 Kč
	PPF Financial Holdings a.s.	1 500 000 000 Kč
	ZEPHYR AIF a. s.	1 186 800 000 Kč
	DRFG Real Estate s.r.o.	1 000 000 000 Kč
	DFNC GROUP s.r.o.	994 500 000 Kč
	ACEMA Credit Czech, a.s.	980 000 000 Kč

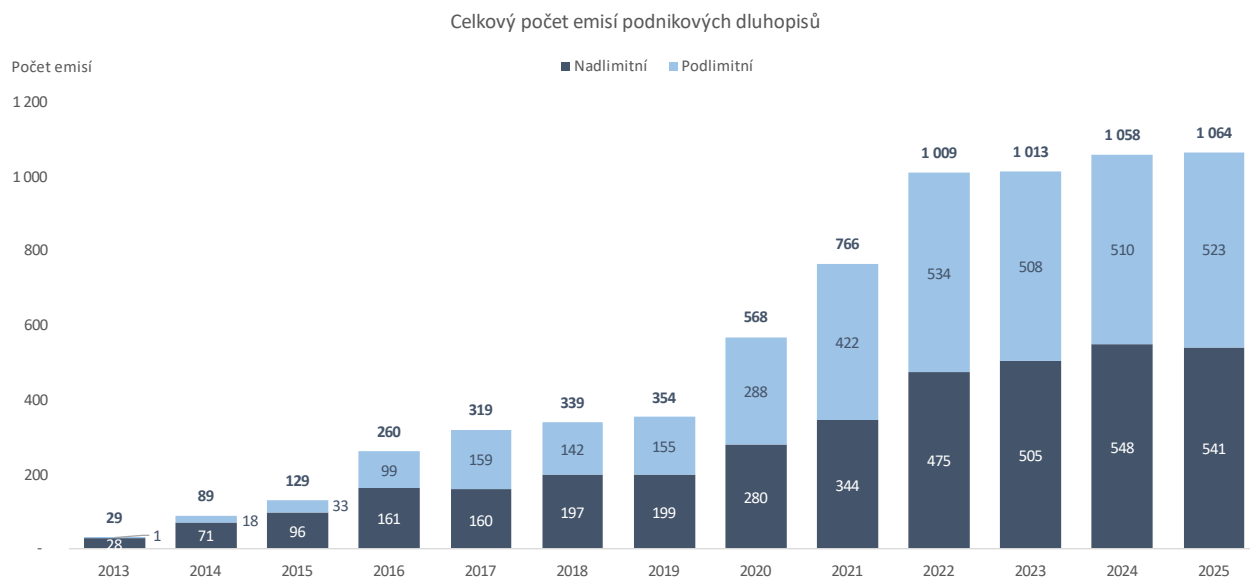
Strukturu stáří emitentů ke dni emise rozčleněné podle emitované částky a roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 zobrazuje následující graf (v %, podle roku emise):



Z grafu vyplývá, že až do roku 2019 rostly nejrychleji emise dluhopisů vydaných emitenty, kteří byli zapsáni do obchodního rejstříku méně než jeden rok před datem emise. Od roku 2019 do roku 2023 to byli zejména emitenti existující od jednoho roku do pěti let. V roce 2024 emitovali největší objem dluhopisů (27,7 %) emitenti zapsaní do obchodního rejstříku více než 10 let před datem emise. V roce 2025 nejmladší emitenti (do 1 roku) opět emitovali nejvýznamnější objem dluhopisů (31 %), avšak i emitenti starší 10 let tvořili významnou část objemu emitovaných dluhopisů (26 %). V roce 2025 bylo průměrné stáří emitenta ke dni emise 5,9 roku (bez ohledu na objem emise).

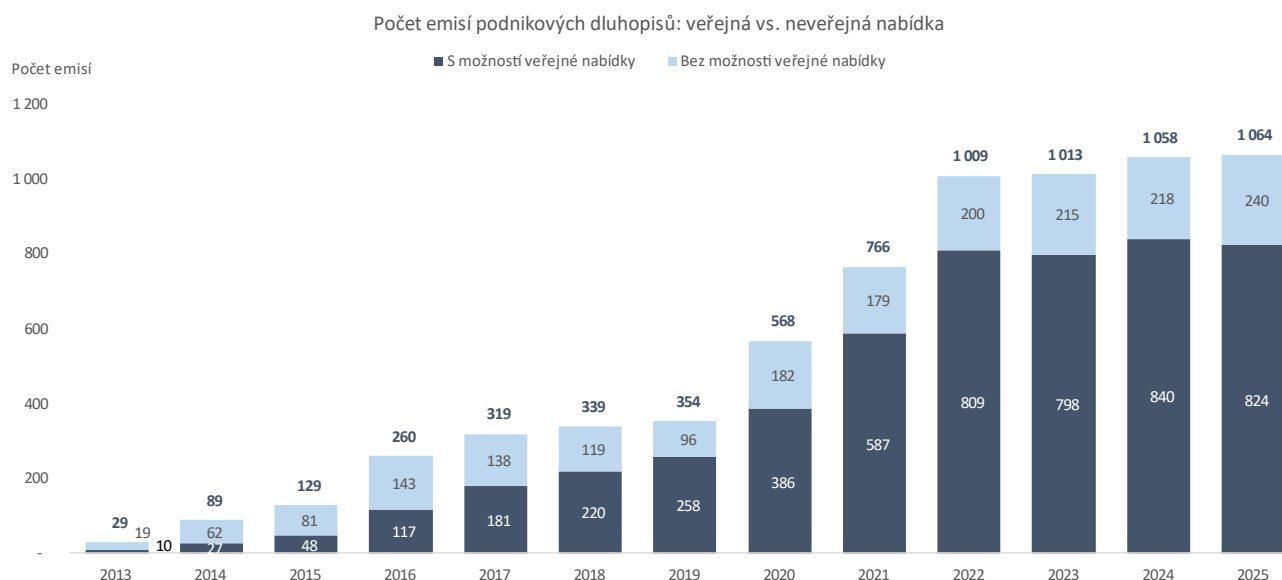
Počet emisí podnikových dluhopisů

Vývoj počtu nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů podle roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 zobrazuje následující graf (počet emisí):



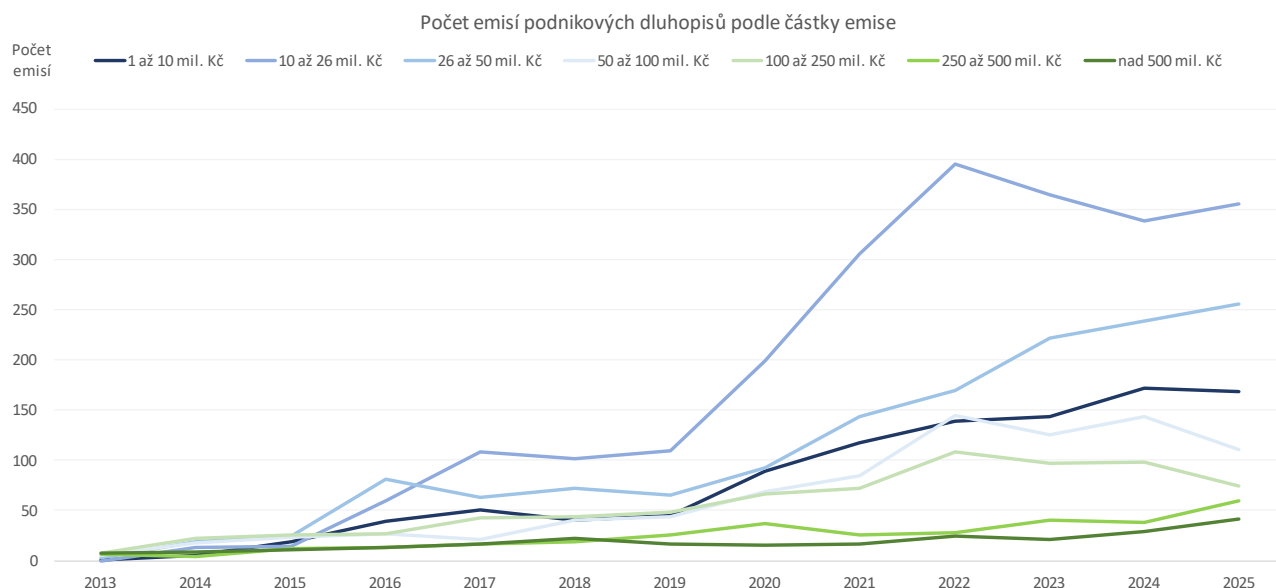
Z grafu vyplývá, že počet podlimitních i nadlimitních emisí podnikových dluhopisů rostl do roku 2022 průměrně o 49 % ročně. V letech 2022 až 2025 již počet emisí spíše stagnoval a v roce 2025 bylo vydáno celkem 1 064 emisí, tedy pouze o šest emisí více než v roce 2024. Od roku 2020 tvoří podlimitní emise přibližně polovinu počtu všech emisí.

Celkový počet dluhopisových emisí podle možnosti jejich veřejné nabídky emitovaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 (počet emisí, podle roku emise):



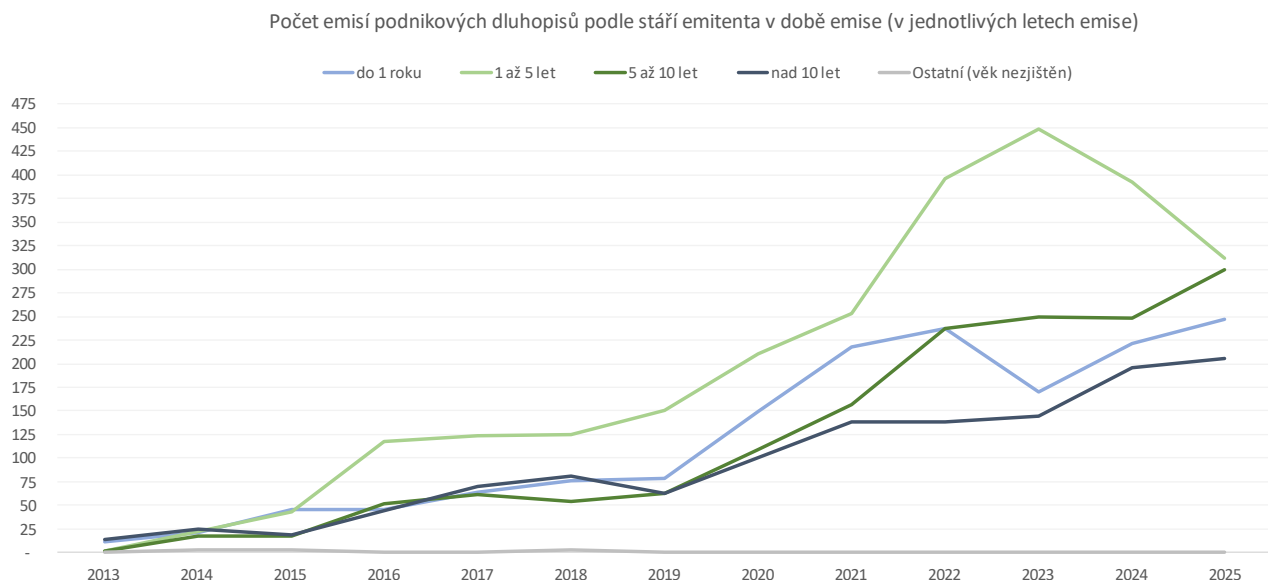
Celkový nárůst v počtu emisí mezi lety 2013 a 2025 byl způsoben zejména nárůstem počtu emisí s možností veřejné nabídky, které každoročně tvoří 70 až 80 % všech emisí vydaných od roku 2019.

Vývoj počtu emitovaných nadlimitních a podlimitních emisí podnikových dluhopisů, rozčleněný podle částky emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, zobrazuje následující graf (počet emisí):



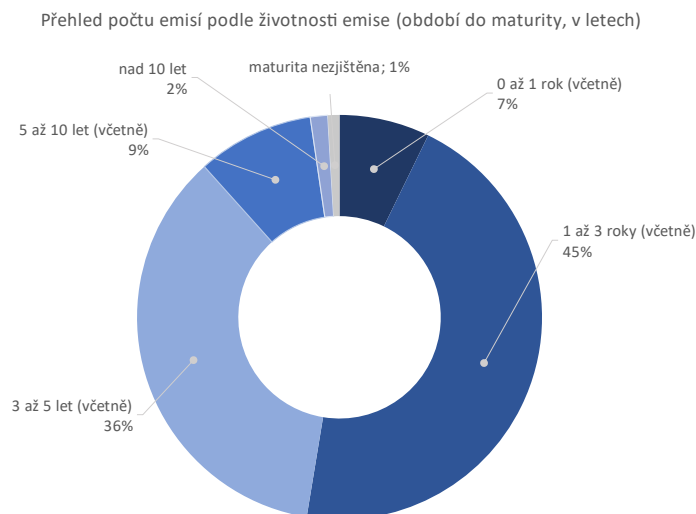
Z grafu vyplývá, že nejvyšší počet emitovaných dluhopisů byl v kategorii podlimitních emisí od 10 mil. Kč do 26 mil. Kč.

Přehled struktury stáří emitentů ke dni emise na základě emitované částky a roku emise v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 zobrazuje následující graf (počet emisí):



Z grafu vyplývá, že počet emitovaných dluhopisů byl nejvyšší v kategorii od jednoho roku do pěti let existence emitenta, přičemž v roce 2025 došlo k výraznému poklesu této kategorie na 312 emisí (oproti 449 v roce 2023). V roce 2025 se výrazně vyrovnal podíl všech kategorií: emitenti existující do 1 roku (23 %), od 1 do 5 let (29 %), 5 až 10 let (28 %) a více než 10 let (19 %). Z popsaného vývoje tak vyplývá, že vysoký počet emisí je pravidelně vydáván zejména novými či krátce existujícími společnostmi (do 5 let existence), avšak jejich dominance v roce 2025 slábne ve prospěch emitentů s delší historií.

Přehled počtu emisí podle životnosti emise, tj. časového období od emise do splatnosti dluhopisu, v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 zobrazuje následující graf (v %):

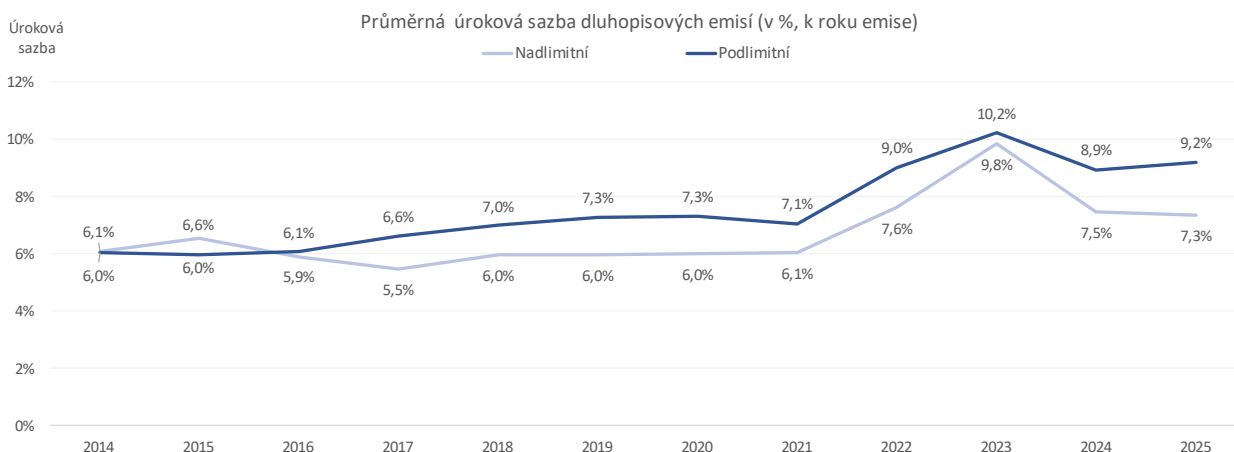


Z emisí, u kterých byla životnost uvedena (u 99,1 % emisí jsme životnost dluhopisu strojově dohledali či vypočítali jako rozdíl mezi datem emise a maturitou), případně ji bylo možné vypočítat jako rozdíl mezi datem emise a maturitou emise, vyplývá, že na trhu podnikových dluhopisů v ČR jsou velmi časté krátkodobé emise, když přibližně polovina (53 %) emitovaných podnikových dluhopisů byla vydána na období do tří let. Pouze 11 % dluhopisů bylo emitováno na období delší než pět let.

Průměrná úroková sazba

Podnikové dluhopisy jsou typicky nabízeny se třemi variantami výpočtu výnosu, a to pevnou úrokovou sazbou, variabilní úrokovou sazbou či formou diskontu. Pevná úroková sazba je nejčastější formou úročení a jedná se o předem stanovenou neměnnou sazbu. Variabilní úroková sazba se může skládat z pevné a variabilní části (například PRIBOR, EURIBOR), případně může být stanovena různá sazba pro různá období. Dluhopisy s výnosem na bázi diskontu jsou nabízeny a prodávány pod jejich nominální hodnotou a výnosem je rozdíl mezi kupní cenou a nominální hodnotou dluhopisu. Pro účely naší analýzy uvažujeme pouze dluhopisy úročené pevnou úrokovou sazbou, které tvoří většinu nabízených dluhopisů na trhu.

Vývoj průměrné nabízené pevné úrokové sazby dluhopisů emitovaných od 1. 1. 2014 do 31. 12. 2025, rozčleněné podle typu emise, je zobrazen v následujícím grafu (v %, vzhledem k nedostatečným informacím o úrokových sazbách emisí z roku 2013, uvádíme vývoj sazeb až od roku 2014):



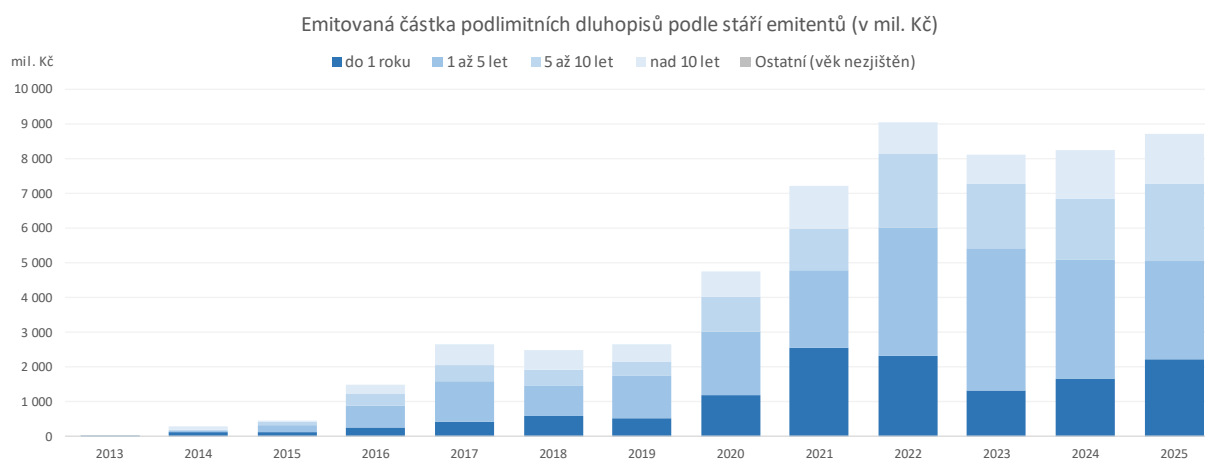
Z grafu vyplývá, že průměrné úrokové sazby podlimitních dluhopisů jsou vyšší než průměrné úrokové sazby dluhopisů nadlimitních. Průměrná úroková sazba podlimitních dluhopisů ve sledovaném období činila 8,4 % a průměrná sazba nadlimitních dluhopisů byla ve výši 7,3 %. Mezi lety 2023 a 2024 došlo k opětovnému snížení úrokových sazeb z 10,2 % na 8,9 % u podlimitních a z 9,8 % na 7,5 % u nadlimitních dluhopisů. V roce 2025 podlimitní sazby mírně vzrostly na 9,2 %, zatímco nadlimitní mírně poklesly na 7,3 %, přičemž rozdíl mezi průměrnými sazbami podlimitních a nadlimitních dluhopisů se rozšířil na 1,9 p. b.

Podlimitní emise

Pojem „podlimitní emise“ označuje takovou emisi dluhopisů, u níž celkový objem veřejně nabízených dluhopisů stejného druhu je nižší než jeden milion eur. Tento limit se počítá za období dvanácti po sobě jdoucích měsíců, přičemž se sčítají veškeré veřejné nabídky dluhopisů činěné v rámci Evropské unie.

Podle shromážděných informací a dat, které budou popsány v následujících částech studie, bylo od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 vydáno 3 392 podlimitních emisí v souhrnné výši 56,1 mld. Kč.

Vývoj objemu podlimitních dluhopisů emitovaných v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, rozčleněného podle stáří emitentů a roku emise, je zobrazen v následujícím grafu (v mil. Kč):



Vývoj objemu emitovaných podlimitních dluhopisů od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, rozčleněných podle stáří emitentů a roku vydání emise, je zobrazen v následující tabulce (v mil. Kč):

Rok emise	do 1 roku	od 1 do 5 let	od 5 do 10 let	nad 10 let	Celkem
2013	10	-	-	-	10
2014	116	30	30	111	287
2015	109	209	95	26	439
2016	244	654	315	276	1 489
2017	431	1 164	448	625	2 667
2018	580	869	479	557	2 486
2019	516	1 239	402	508	2 665
2020	1 198	1 809	1 006	727	4 741
2021	2 547	2 225	1 218	1 225	7 215
2022	2 324	3 712	2 111	892	9 039
2023	1 313	4 094	1 870	838	8 115
2024	1 641	3 464	1 757	1 399	8 261
2025	2 213	2 857	2 212	1 422	8 704
Celkem	13 241	22 325	11 945	8 607	56 117

Z přehledů vyplývá, že objem emitovaných podlimitních dluhopisů prudce vzrostl v roce 2020 oproti roku 2019 na téměř 1,8násobek (z 2,67 mld. Kč na 4,74 mld. Kč) a růst pokračoval také v letech 2021 a 2022. Nárůst objemu podlimitních dluhopisů v roce 2022 byl pravděpodobně ovlivněn také skutečností, že od května roku 2020 existuje povinnost registrovat podlimitní dluhopisy v Centrálním depozitáři cenných papírů a přidělení ISIN.

Mezi lety 2024 a 2025 došlo k mírnému navýšení objemu podlimitních emisí z 8,26 mld. Kč v roce 2024 na 8,70 mld. Kč v roce 2025. Jedná se o historicky druhou nejvyšší souhrnnou částku emitovaných podnikových dluhopisů od roku 2013. V letech 2022 až 2025 tedy došlo k ustálení objemu emitovaných podlimitních dluhopisů mezi 8 až 9 mld. Kč ročně.

ÚPADKY EMITENTŮ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

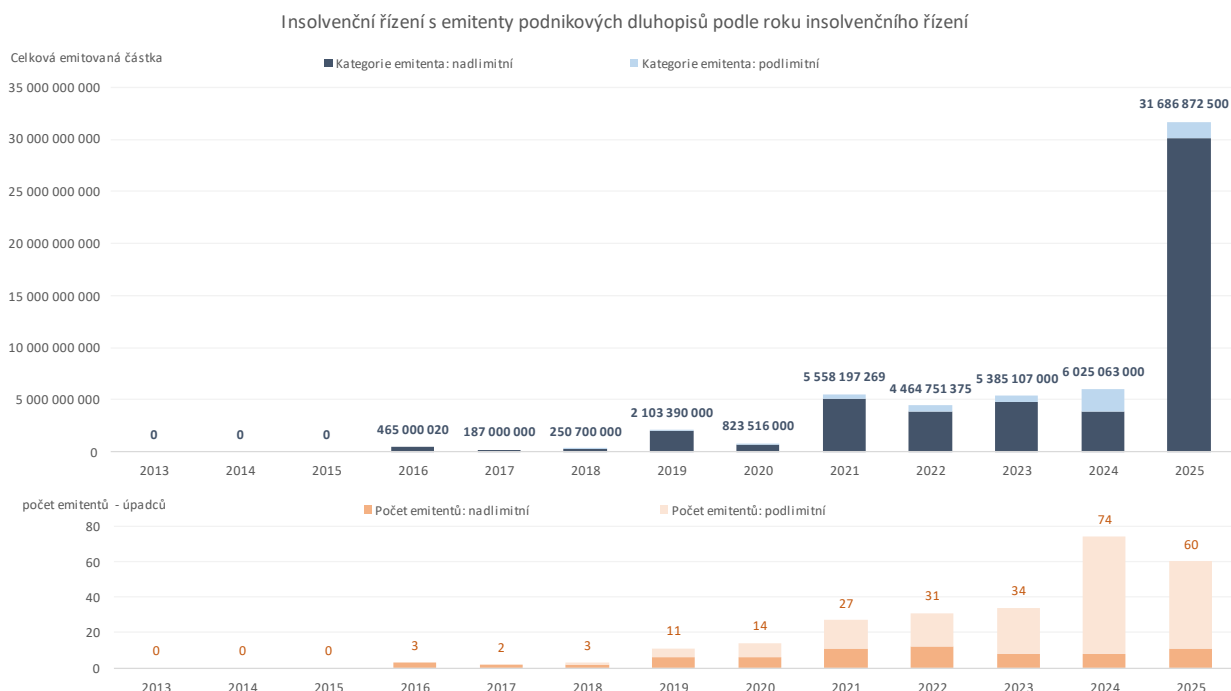
Statistiky emitentů v insolinci

Následující část naší studie obsahuje informace o emitentech, kteří vydali podnikové dluhopisy na českém dluhopisovém trhu v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 a na které byl ve stejném období podán insolvenční návrh nebo návrh na moratorium. Počet zjištěných emitentů-úpadců tak vychází z porovnání identifikovaných emitentů dluhopisů v otevřených zdrojích a námi dostupných databázích s databází insolvenčního rejstříku ISIR.

V předchozí kapitole byl popsán vývoj emitovaných podnikových dluhopisů, který od roku 2012 každoročně rostl. Počet a zejména objem dluhopisů emitentů, kteří skončili v insolvenčním řízení, protože nebyli schopni splácet nejen slíbené kupony (úroky), ale také jistinu dluhopisů, rovněž rostl, a v roce 2025 byl doslova rekordní a násobně překonal objem z roku 2024.

V období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 skončilo v insolvenčním řízení celkem 259 emitentů dluhopisů, kteří vydali podlimitní a nadlimitní emise v souhrnné emitované částce 56,95 mld. Kč. Z toho 69 emitentů, kteří vydali alespoň jednu nadlimitní emisi, emitovalo dluhopisy v souhrnné výši 51,28 mld. Kč a 190 emitentů, kteří vydali výhradně podlimitní emise, emitovalo dluhopisy v souhrnné výši 5,67 mld. Kč. Počet emitentů, kteří v daném roce skončili v insolinci, se každoročně zvyšoval z 11 emitentů v roce 2019 na 74 emitentů v roce 2024. **V roce 2025 počet nových emitentů v insolinci mírně poklesl na 60, avšak objem jimi vydaných dluhopisů dosáhl rekordních 31,69 mld. Kč – více než pětinasobek oproti předchozímu roku.**

Vývoj počtu emitentů podnikových dluhopisů podle roku zahájení insolvenčního řízení a podle objemu historicky vydaných emisí (i částečně splacených) je znázorněn v následujícím grafu (v Kč):



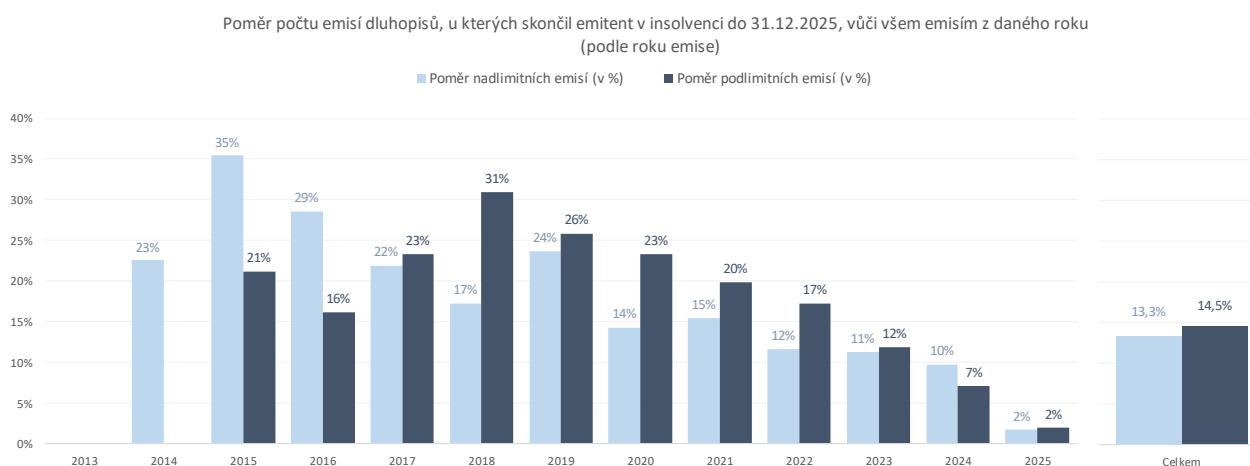
Rok 2025 přinesl rekordní objem dluhopisů emitentů v insolinci. Insolvenční řízení bylo zahájeno s 60 emitenty, kteří v minulosti vydali dluhopisy v souhrnné výši 31,69 mld. Kč (z toho 1,59 mld. Kč vydali pouze jako podlimitní emise). Oproti roku 2024 jde o více než pětinasobný nárůst objemu, a to navzdory mírnému poklesu počtu úpadců. Tento vysoký objem dluhopisů, jejichž emitenti skončili v insolinci, byl způsoben zejména úpadkem skupin SOLEK a RSBC či GEEN. Upozorňujeme, že námi znázorněný objem dluhopisů vyjadřuje objem všech emisí vydaných od roku 2013 v jejich maximální výši a **bez ohledu na to, zda došlo k jejich splacení či nikoli**, takže objem nesplacených dluhopisů mohl být nižší, protože **část z těchto emisí již mohla být v minulosti splacena**. Kategorizace emitentů na nadlimitní a podlimitní vychází z výše emise daného emitenta, tj. pokud vydal alespoň jednu nadlimitní emisi, je považován za nadlimitního emitenta.

Členění objemu dluhopisů emitentů v insolvenční ve výši 31,69 mld. Kč podle období splatnosti je následující:

- 13,39 mld. Kč splatných až po roce 2025 (nejspíše nebudou splaceny),
- 7,92 mld. Kč splatných v letech 2024 a 2025 (pravděpodobně nebyly splaceny ve významném rozsahu),
- 10,38 mld. Kč splatných do roku 2023 (pravděpodobně byly ve významnější míře splaceny již před insolvenční).

Oproti loňskému vydání této studie je patrný výrazný nárůst v objemu emisí, jejichž emitenti následně vstoupili do insolvenčního řízení. Upozorňujeme, že při interpretaci dat uvedených v této kapitole je nutné mít na zřeteli to, že část těchto emisí měla splatnost před zahájením insolvenčního řízení a byla tak pravděpodobně řádně nebo částečně splacena. Skutečnost, že emitent se následně ocitl v insolvenční, nicméně zůstává dobrým indikátorem míry rizika, které daná investice představovala.

Vývoj **poměru počtu emisí** dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, vůči počtu emisí z roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



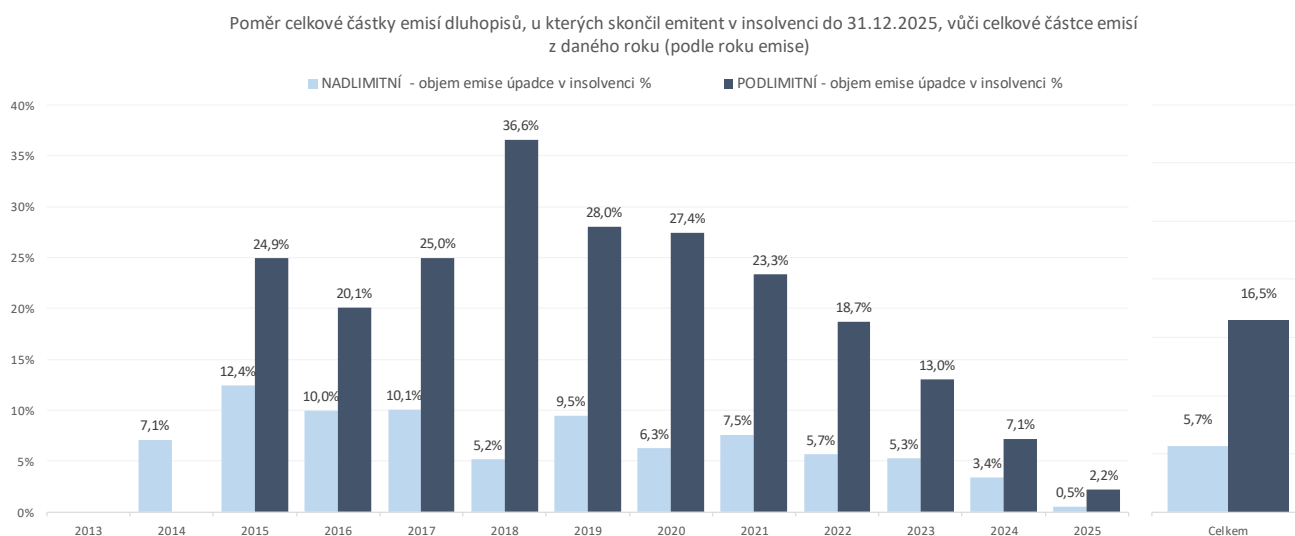
V období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 skončili v insolvenční emitenti, kteří vydali nadlimitní emise dluhopisů v souhrnné výši 47,71 mld. Kč (479 z 3 605 nadlimitních emisí, tj. průměrně 13,3 % z celkového počtu nadlimitních dluhopisů) a podlimitní emise dluhopisů v souhrnné výši 9,24 mld. Kč (493 z 3 392 podlimitních emisí, tj. průměrně 14,5 % z celkového počtu všech podlimitních dluhopisů).

Každý z emitentů mohl vydat více než jednu emisi, proto jsme analyzovali také počet a podíl emitentů v insolvenční. V průběhu let 2013 až 2025 skončilo v insolvenční 259 z 2 138 emitentů (tj. 12,11 %), z toho:

- 69 z 834 (tj. 8,27 %) emitentů všech nadlimitních dluhopisů,
- 190 z 1 304 (tj. 14,57 %) emitentů všech podlimitních dluhopisů.

V insolvenční sice skončilo o 121 emitentů podlimitních dluhopisů více než emitentů nadlimitních dluhopisů, ale celková částka nadlimitních emisí byla devítinásobná vůči emitované částce podlimitních emisí.

Vývoj **poměru částky emisí** dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, vůči částce všech emisí z daného roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025 skončili v insolventci emitenti, kteří vydali podnikové dluhopisy v souhrnné výši 56,95 mld. Kč. Tato částka představuje 6,3 % z celkového objemu vydaných dluhopisů ve výši 899,09 mld. Kč. Významný rozdíl je však mezi poměrem částky podlimitních a nadlimitních emitovaných dluhopisů v insolventci, ve které skončilo v průměru:

- 5,7 % (47,71 mld. Kč) z celkového objemu emisí nadlimitních dluhopisů (842,97 mld. Kč),
- 16,5 % (9,24 mld. Kč) z celkového objemu emisí podlimitních dluhopisů (56,12 mld. Kč).

Z uvedeného zjištění vyplývá, že podlimitní dluhopisy jsou významně rizikovější než dluhopisy nadlimitní, protože poměr částky emisí v insolventci byl až třikrát vyšší než u nadlimitních dluhopisů.

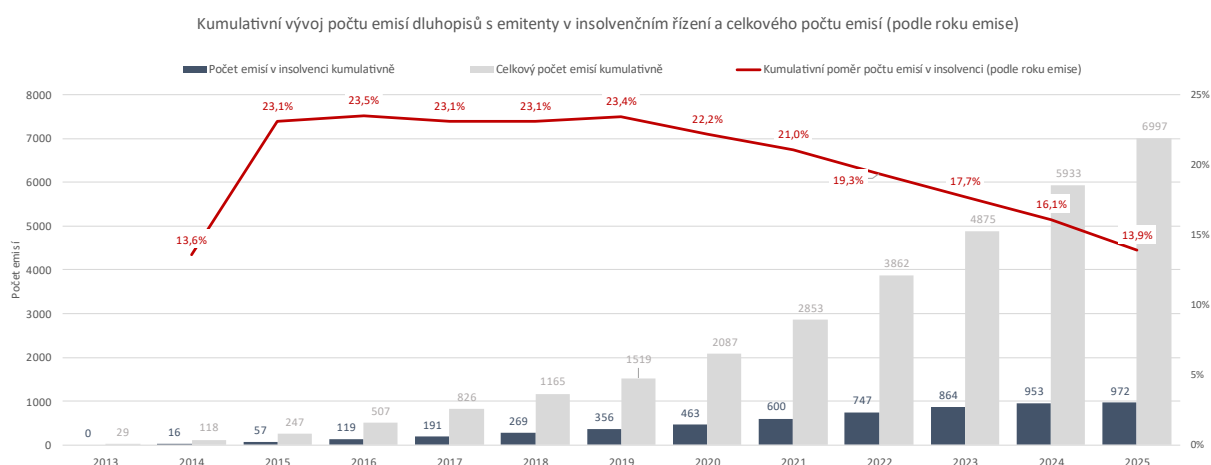
Z výše uvedeného grafu vyplývá nárůst emitované částky dluhopisů emitenty v insolventci zejména z emisí vydaných v roce 2018, kdy z celkové částky emitovaných podlimitních dluhopisů ve výši 2,49 mld. Kč skončily v insolventci dluhopisy ve výši až 909,30 mil. Kč, tj. až 36,6 % z celkové emitované částky v tomto roce.

U nadlimitních dluhopisů byly nejvýznamnějšími obdobími roky 2015, 2016 a 2017, ve kterých bylo 10,0 % až 12,4 % objemu všech nadlimitních emisí vydáno emitenty, kteří později skončili v insolventci.

U emisí vydaných v roce 2022 a v pozdějších letech očekáváme růst podílu insolventních emitentů po uplynutí doby splatnosti dluhopisů.

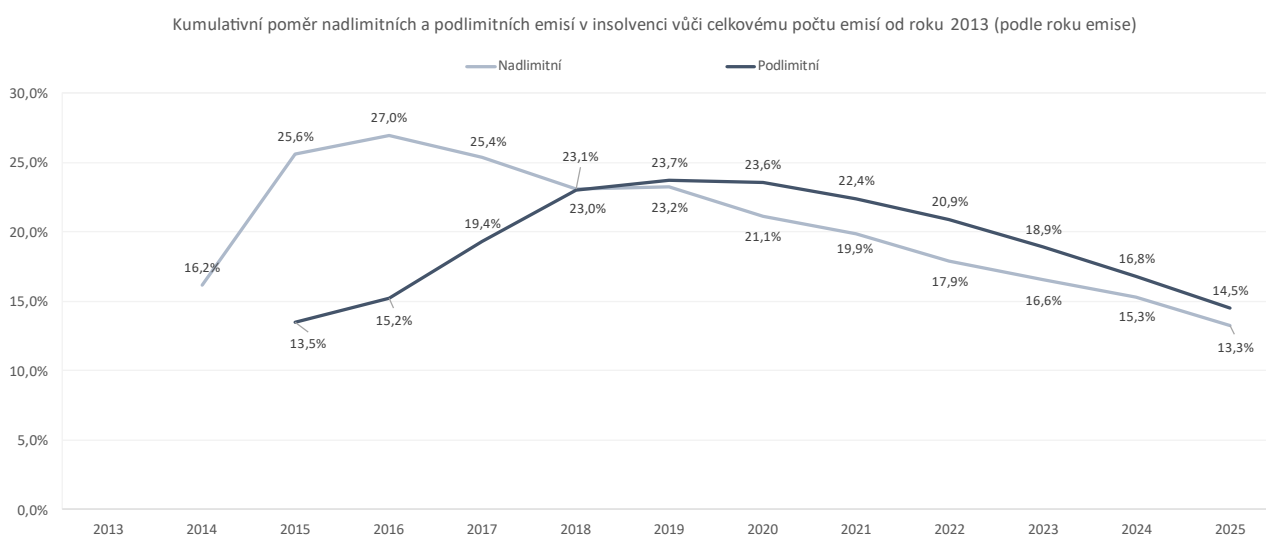
Z výsledků uskutečněných analýz tak vyplývá, že k 31. 12. 2025 byli v insolventci emitenti dluhopisů, kteří emitovali až 6,3 % z celkového objemu všech dluhopisů vydaných v letech 2013 až 2025. Z toho emitenti podlimitních dluhopisů v insolventci emitovali celkem 16,5 % veškerého objemu podlimitních emisí. U emisí z let 2022 až 2025 jsou data zkreslená skutečností, že část emisí ještě není splatná a možný negativní vývoj se projeví až v dalších letech.

Vývoj celkového kumulativního poměru počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, vůči všem emisím z daného roku emise, doplněný o počet emisí, je znázorněn v následujícím grafu (v %):



V období od roku 2015 do roku 2019 kumulativní poměr počtu emisí dluhopisů, u kterých skončil emitent v úpadku, stagnoval v rozmezí 23,1 % až 23,5 %. Od roku 2020 kumulativní poměr emitentů v insolvenčním řízení postupně klesá. Tento pokles je však z velké míry způsoben skutečností, že významná část emisí dluhopisů od roku 2021 ještě není splatná. Po uplynutí doby splatnosti emisí z let 2022 až 2025 lze očekávat, že počet emisí s insolventním emitentem bude růst.

Vývoj kumulativního poměru počtu emisí podle typu emise (nadlimitní a podlimitní), u kterých skončil emitent v úpadku v období od 1. 1. 2013 do 31. 12. 2025, vůči všem emisím z daného roku emise je znázorněn v následujícím grafu (v %):



Graf znázorňuje kumulativní poměr počtu emisí, jejichž emitenti vstoupili do insolvenčního řízení, vůči všem emisím vydaným v daném roce pro podlimitní a nadlimitní dluhopisy od 1. 1. 2013. Z vývoje vyplývá, že emitenti podlimitních emisí končili v insolvenčním řízení historicky častěji než emitenti nadlimitních, avšak tento rozdíl se oproti loňskému vydání této studie výrazně zúžil. Důvodem je skutečnost, že emitenti, se kterými bylo

insolvenční řízení zahájeno v roce 2025, vydávali emise průběžně po celé sledované období, z nichž část byla pravděpodobně řádně splacena. Vstup těchto emitentů do insolvence tak ovlivnil kumulativní poměry také u historických (pravděpodobně splacených) emisí.

Poměr podlimitních emisí v insolvenční ke kumulativnímu počtu všech podlimitních emisí dosáhl vrcholu 23,7 % k 31. 12. 2019 a od té doby kontinuálně klesá, přičemž k 31. 12. 2025 dosáhl hodnoty 14,5 %. U nadlimitních emisí bylo maximum zaznamenáno k 31. 12. 2016 na úrovni 27,0 %, následně rovněž klesá – k 31. 12. 2025 na 13,3 %.

Postupné snižování poměru emisí v insolvenční v posledních letech je však způsobeno zejména skutečností, že část emisí ještě nebyla splatná, a proto ještě nebylo zahájeno insolvenční řízení emitenta. Upozorňujeme, že graf znázorňuje vývoj poměru emisí podle období emise, tj. zobrazený rok představuje rok emise a poměr zase vyjadřuje procento emisí z daného roku, ale emitenti skončili v insolvenční až v dalších letech.

Následující tabulka znázorňuje přehled emitentů dluhopisů (seřazený podle názvu emitenta) s insolvenčním řízením zahájeným v roce 2025, rozčleněný podle částky na nadlimitní a podlimitní emise a podle období splatnosti emitovaných dluhopisů (částky v mil. Kč):

Kategorie emitenta (podle největší emise)	Název emitenta	Splatnost do 31.12.2023	Splatnost od 1.1.2024	Objem emitovaných dluhopisů v Kč
Nadlimitní	SOLEK HOLDING SE	2 391 250 000	4 633 680 000	7 024 930 000
	RSBC Holding a.s.	3 762 250 000	2 094 000 000	5 856 250 000
	GEEN Development a.s.	1 039 725 000	3 711 152 500	4 750 877 500
	ThomasLloyd Cleantech Infrastructure (Czech) a.s.		4 141 750 000	4 141 750 000
	GEEN Holding a.s.	1 814 725 000	1 109 890 000	2 924 615 000
	PREMIALIS s.r.o.		2 026 000 000	2 026 000 000
	SOLEK Czech Services s.r.o.		1 531 000 000	1 531 000 000
	BOHEMIA HEALING MARIENBAD WATERS a.s.	185 000 000	555 000 000	740 000 000
	KR REAL s.r.o.	524 000 000	200 000 000	724 000 000
	RYBKA BUILDING, a.s.	240 000 000		240 000 000
	Bauer Technics s.r.o.	140 000 000		140 000 000
	Celkem nadlimitní	10 096 950 000	20 002 472 500	30 099 422 500
Podlimitní	Future Farming Private s.r.o.	25 000 000	50 000 000	75 000 000
	Private Financial Group a.s.	25 000 000	49 000 000	74 000 000
	PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 1 s.r.o.	50 000 000	23 000 000	73 000 000
	PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 2 s.r.o.	49 725 000	23 000 000	72 725 000
	PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 3 s.r.o.	25 000 000	25 000 000	50 000 000
	GFF Equity s.r.o.		50 000 000	50 000 000
	Future Farming Capital s.r.o.		50 000 000	50 000 000
	Technologie Ervo Eco s.r.o.		49 500 000	49 500 000
	EnergyCloud Technologies, a.s.		49 000 000	49 000 000
	EnergyCloud, a.s.	25 000 000	23 500 000	48 500 000
	GFF Private One s.r.o.		48 400 000	48 400 000
	GFF Private II s.r.o.		48 000 000	48 000 000
	EnergyCloud Trade, s.r.o.		48 000 000	48 000 000
	GFF Asset II s.r.o.		45 000 000	45 000 000
	Forprofit s.r.o.		43 000 000	43 000 000
	Quick Stop Car s.r.o.	200 000	35 000 000	35 200 000
	LOGeco cirkulární HUB s.r.o.		26 000 000	26 000 000
	FFS Energy s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	GFF Private VI s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Property Premiot III. s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Property Premiot I. s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Agrární půdní fond s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Jey Key s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	ZEBRA GROUP s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	BD P5 Skalka VIII. s.r.o.	25 000 000		25 000 000
	FARMPONIC FLOWERS s.r.o.		25 000 000	25 000 000

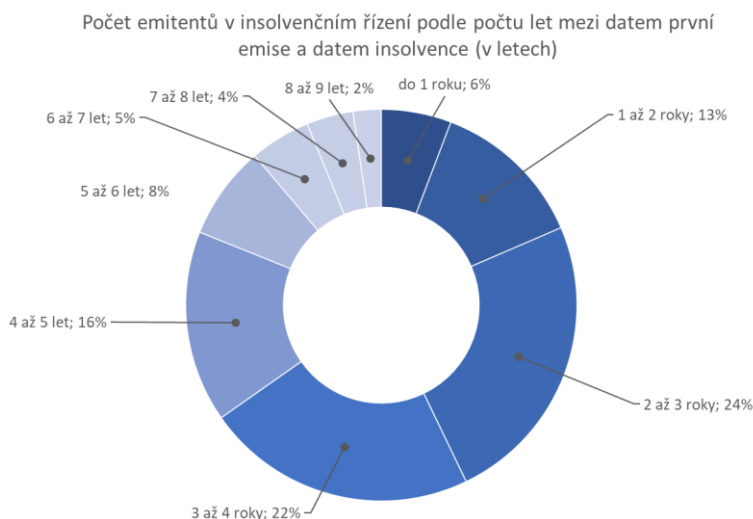
Kategorie emitenta (podle největší emise)	Název emitenta	Splatnost do 31.12.2023	Splatnost od 1.1.2024	Objem emitovaných dluhopisů v Kč
	R-built s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Premiot Property I. 2021 s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Premiot Property Group CZ, SK a.s.		25 000 000	25 000 000
	GFF Asset III s.r.o.		25 000 000	25 000 000
	Česká žula Premiot XI., s.r.o.		24 725 000	24 725 000
	APF DIGITAL AGRIFUND CR s.r.o.		24 500 000	24 500 000
	Real Forex Invest, s.r.o.		24 000 000	24 000 000
	AZ Energies s.r.o.		24 000 000	24 000 000
	SEP-CT, s.r.o.		24 000 000	24 000 000
	Česká žula Premiot X., s.r.o.		24 000 000	24 000 000
	Apollo Industrial Group s.r.o.		24 000 000	24 000 000
	ERVOECO X-TEE s.r.o.		23 500 000	23 500 000
	GFF Equity II s.r.o.		23 400 000	23 400 000
	Byty Uhlířské Janovice s.r.o.		23 000 000	23 000 000
	GFF Asset IV s.r.o.		23 000 000	23 000 000
	Crane Health & Beauty s.r.o.	20 000 000		20 000 000
	Huisvesting s.r.o.	20 000 000		20 000 000
	LOGeco s.r.o.		19 000 000	19 000 000
	Bamboolik s.r.o.		18 000 000	18 000 000
	Česká Whisky, s.r.o.	15 000 000		15 000 000
	Soyka production s.r.o.		14 000 000	14 000 000
	BRIMET, s.r.o.		6 000 000	6 000 000
	1. Kaspo – Orcar a.s.		3 000 000	3 000 000
	Celkem podlimitní	279 925 000	1 307 525 000	1 587 450 000
Celkem	Celkem	10 376 875 000	21 309 997 500	31 686 872 500

V roce 2025 skončilo v insolvenční celkem 60 emitentů, kteří vydávali jak podlimitní, tak nadlimitní emise v souhrnné výši 31,69 mld. Kč, z nichž 21,31 mld. Kč mělo splatnost v roce 2024 nebo později, a je tedy pravděpodobné, že nebyly splaceny v plné výši. Z tabulky vyplývá, že 11 emitentů s alespoň jednou nadlimitní emisí vydalo emise za celkem 30,10 mld. Kč a 49 emitentů vydalo podlimitní emise za 1,58 mld. Kč.

Rekordní objem dluhopisů vydaných emitenty, kteří skončili v insolvenční, byl způsoben zejména úpadkem několika skupin (například skupiny SOLEK, RSBC, GEEN).

Doba do insolvenčního řízení

Následující graf znázorňuje členění počtu emitentů podle období mezi datem první emise a datem zahájení insolvenčního řízení (v letech):



Stáří emitentů v insolvenci

Počet emitentů v insolvenční správě podle stáří emitenta

A donut chart illustrating the distribution of insolvent issuers by age group. The chart is divided into six segments of varying shades of blue, with the largest segment representing the 2 to 4 years age group at 30%.

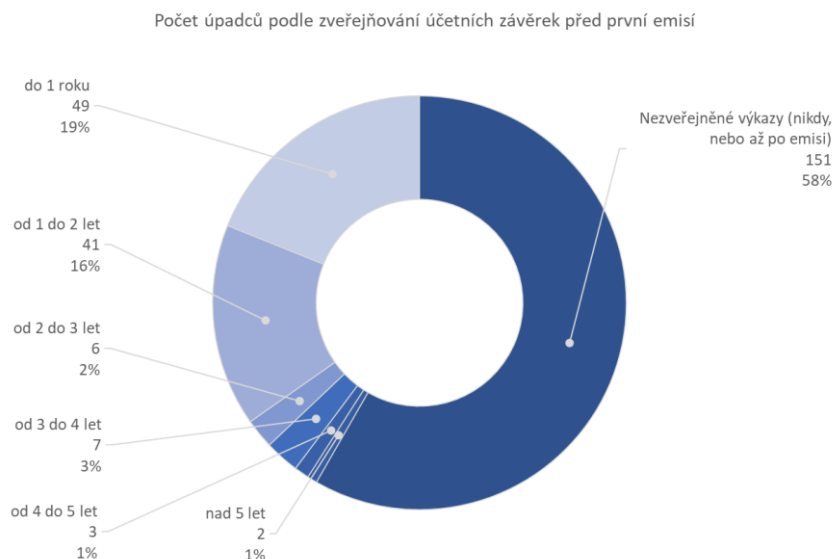
Stáří emitenta	Podíl (%)
Do 1 roku	0%
1 až 2 roky	3%
2 až 4 roky	30%
4 až 6 let	20%
6 až 10 let	20%
nad 15 let	13%
10 až 15 let	13%

Porovnání emisí a insolvence emitentů z časového hlediska znázorňuje následující graf. Na vodorovné ose znázorňuje počet let od vzniku emitenta po zahájení insolvenčního řízení a na vertikální ose počet let od vzniku emitenta do první emise dluhopisů:

Nejvíce problematičtí a rizikovní emitenti dluhopisů se nacházejí v levé spodní části grafu. Jedná se o emitenty, kteří emitovali první emisi a krátce nato skončili v insolvenčním řízení.

Publikování finančních výkazů

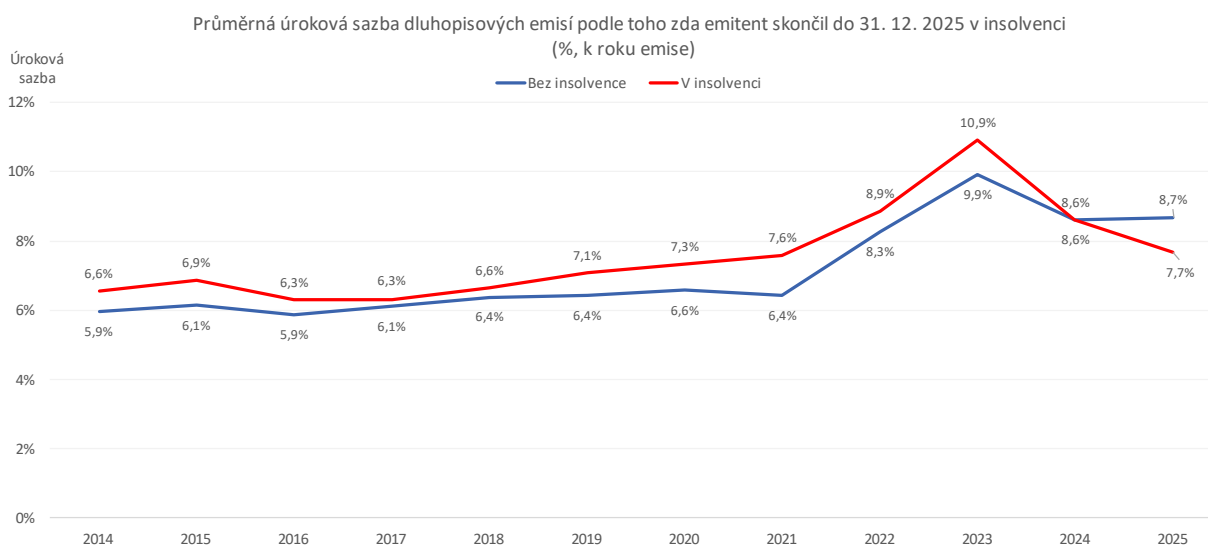
Následující graf znázorňuje členění počtu emitentů v insolvenci podle toho, zda zveřejňovali své finanční výkazy před první emisí svých dluhopisů a jaká doba uplynula mezi účetními závěrkami za poslední účetní období zveřejněnými v obchodním rejstříku před první emisí a datem první emise dluhopisů (v letech):



Z grafu vyplývá, že 58 % emitentů vůbec nepublikovalo své finanční výkazy za období, které předcházelo datu první emise dluhopisů, ve sbírce listin. Do jednoho roku před emisí publikovala necelá jedna pětina emitentů, od jednoho roku do dvou let před datem emise 16 % emitentů. Tento výsledek poskytuje temný obrázek o transparentnosti emitentů i o důvěřivosti, nezkušenosti a bezstarostnosti investorů, kteří investovali své prostředky do společností, o kterých nemohli mít dostatečné a důvěryhodné informace.

Průměrné úrokové sazby

Porovnání vývoje průměrné nabízené úrokové sazby dluhopisů emitovaných od 1. 1. 2014 do 31. 12. 2025 podle toho, zda společnost skončila v insolvenci či nikoli, je zobrazeno v následujícím grafu (v %, rok emise):



Z grafu vyplývá, že emitenti, se kterými bylo do 31. 12. 2025 zahájeno insolvenční řízení, nabízeli v době vydání svých emisí úrokové sazby nejvýše o 1,16 p. b. vyšší než ostatní emitenti. Data z letošní studie tak oproti předchozím vydáním přináší důležitý pohled na vztah mezi výší úroku a mírou rizika. Vysoký úrok sice zůstává varovným signálem, rozhodně však není jediným a spolehlivým ukazatelem rizikovosti. Posouzení kvality dluhopisové investice je komplexní úkol, který nelze zjednodušit na jedinou proměnnou.

Jedním z možných vysvětlení sbližování úrokových sazeb u emitentů v insolventi a ostatních emitentů je fakt, že v roce 2025 se do insolvence dostali i emitenti, kteří investory od počátku nepotřebovali lákat nadprůměrným úrokem. V řadě případů šlo o velké skupiny emitentů, které svou prezentaci stavěly na zdání velikosti a stability, a nepotřebovaly proto lákat investory na nadstandardní úrokové sazby.

Data o emisích, jejichž emitenti skončili v insolventi za roky 2024 a 2025, zatím nemají vypovídací hodnotu, jelikož část emitentů z těchto let se do insolvence teprve může dostat. Přesto je pozoruhodné, že emitenti, kteří emitovali v letech 2024 a 2025 a následně se do insolvence dostali, nabízeli v těchto letech srovnatelné, či dokonce nižší úrokové sazby než ostatní emitenti.

TEMNÁ ZÓNA EMITENTŮ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ

Temná zóna emitentů podnikových dluhopisů

Vysokým úročením podnikových dluhopisů, které často přesahovalo i deset procent, se někteří emitenti snažili přilákat důvěřivé investory do vysoce rizikových, nerealistických nebo čistě fiktivních projektů. Místo investice do plánovaného projektu či rozvoje společnosti pak ovládající osoba emitenta převedla podvodem získané prostředky mimo společnost emitenta, většinou přes spřízněné osoby. Jak vyplývá z veřejných zdrojů a z dokumentace předložené v rámci insolvenčních řízení emitentů v insolvenci, z důvodu neetického a nekalého jednání emitenta přišly o své investované prostředky tisíce investorů.

V prověřovaných insolvenčních řízeních padlých emitentů jsme kromě neetického jednání, chybějícího nebo zkresleného účetnictví a výkaznictví, informační asymetrie nebo morálního hazardu narazili na následující nejčastější druhy nekalého jednání:

- Ponzioho schéma (tzv. letadlo) – starším investorům se vyplácí peníze získané od nových investorů.
- Podvod – emitent v době vydání dluhopisů již věděl, že je nebude schopen splatit.
- Zkreslování informací o osobě emitenta – emitent, který byl pouze nastrčenou účelovou společností, uváděl nepravdivé a zkreslené informace o skutečném emitentovi.
- Zkreslování informací o hospodaření emitenta – emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo v emisních podmínkách, případně se informace poskytované konkrétním investorům významně lišily od oficiálních informací ve sbírce listin.
- Nafukování hodnoty majetku emitenta – emitent nadhodnocoval svůj majetek, aby vypadal stabilněji před věřiteli a mohl čerpat nové financování.
- Nabídka fiktivních emisí na cizí jméno pomocí podvodné dluhopisové platformy.
- Tunelování majetku úpadce – vyvádění prostředků z majetku úpadce jejími ovládající osobami.

Ve všech případech, kde jsme takové jednání identifikovali, byli nejvíce poškozeni věřitelé, kteří investovali do podnikových dluhopisů vydaných úpadcem.

Ponzioho schémata

Schéma je pojmenováno podle Charlese Ponzioho⁷, který jej proslavil po celém světě. Termín Ponzioho⁸ schéma se používá k označení podvodné investiční operace, ve které promotér slibuje vysoké úroky k nalákání investorů a investor svěřuje provozovateli fondu peníze za účelem jejich zúročení. Tyto získané prostředky však provozovatel fondu neinvestuje, ale používá je na výplatu (úroků nebo nominálu investic) předešlých investorů.

Tyto výnosy vyplácí z prostředků fondu jen některým investorům podle vlastního výběru, ale většinou těm, kteří investovali dříve. Masivním zadáváním reklamy a osobním PR provozovatel fondu navenek budí dojem,

⁷ Ponzioho schémata jsou pojmenována podle Charlese Ponzioho, který ve 20. letech 20. století podvedl investory pomocí spekulací s poštovními známkami. Pod hlavičkou své společnosti Securities Exchange Company sliboval výnosy 50 % do 45 dnů nebo 100 % do 90 dnů. Díky jeho úspěchu v systému poštovních známek byli investoři okamžitě přilákáni. Místo toho, aby Ponzi peníze skutečně investoval, pouze je přerozdělil a investorům sdělil, že dosáhl zisku. Tento systém trval až do srpna 1920, kdy list The Boston Post začal vyšetřovat společnost Securities Exchange Company. Na základě vyšetřování novin byl Ponzi 12. srpna 1920 zatčen federálními úřady a obviněn z podvodů. Ponzi však nebyl první, kdo využil principy, které tomuto schématu odpovídají. První zaznamenané případy tohoto druhu investičního podvodu však lze vysledovat již v polovině a na konci 19. století. Byly zorganizovány Adele Spitzederovou v Německu a Sarah Howeovou ve Spojených státech. Metody odpovídající Ponzioho schématu byly popsány také v románech Charlese Dickense z let 1844 a 1857.

Koncept Ponzioho schématu však rozhodně neskončil v roce 1920. Ponzioho schémata jsou stále jedním z nejrozšířenějších investičních podvodů a pouze se přizpůsobují době. Každý týden se objevují zprávy o nově odhalených Ponzioho schématech po celém světě. Největším případem moderní doby je dozajista případ Bernarda Madoffa, který byl v roce 2008 odsouzen za provozování největšího Ponzioho schématu historie se škodou okolo 18 miliard dolarů. Ani v České republice nemáme o Ponzioho schémata nouzi. V 90. letech se rozšířené pyramidové hry přetavily v „zázračné“ investory, kteří slibují vysoké výnosy s minimem rizika. Jen v roce 2021 policie odhalila dva případy s tisícovkami poškozených a škodou v celkové výši přes tři miliardy Kč.

⁸ Ponzioho schéma je investiční podvod, při kterém se starším investorům vyplácí peníze získané od nových investorů. Schéma se přitom snaží tvářit, že zisky pocházejí z legitimních úspěšných investic či obchodní činnosti. Organizátoři Ponzioho schématu často slibují investování vašich peněz a dosažení vysokých výnosů s malým nebo žádným rizikem. V mnoha Ponzioho schématech však podvodníci peníze ani neinvestují. Místo toho je použijí k vyplacení těch, kteří investovali dříve, a část si mohou ponechat pro sebe. Ponzioho schéma může udržovat iluzi udržitelného podnikání, dokud noví investoři přispívají novými prostředky a dokud většina investorů nepožaduje plné splacení a stále věří v neexistující majetek, který údajně vlastní.

že je velmi úspěšný investor a že se jedná o legitimní byznys. Navenek to vypadá, že fond je ziskový a provozovatel může díky tomu vyplácet slíbené výnosy. Tento systém však funguje pouze do té doby, dokud přicházejí noví investoři, jenž vkládají nové prostředky do fondu, které pak slouží k výplatě závazků předchozím věřitelům. Když už ve fondu nezbydou žádné peníze na vyplácení, fond zkrachuje a vyplacení tak jsou jen někteří investoři, zatímco všichni ostatní nedostanou nic.

Podvodné jednání⁹

Část z prověřovaných emitentů založila nové prázdné účelové společnosti s cílem získat peněžní prostředky od investorů podvodným způsobem, následně rychle vyvést prostředky mimo společnost emitenta a tyto účelové společnosti zlikvidovat jako prázdné skořápky v insolvenčním řízení. Tyto schémata měly několik společných charakteristik, které se vyskytovaly ve všech zkoumaných případech. Před samotnou emisí dluhopisů emitent:

- Již věděl, že emitované podnikové dluhopisy nebude schopen splatit.
- Vytvořil na jejich získání novou prázdnou společnost s minimem kapitálu, většinou bez zaměstnanců.
- Uvedl nepravdivé nebo hrubě zkreslené údaje, které byly významné pro rozhodování investora o uskutečnění investice, například zfalšované výsledky hospodaření v prospektu nebo fiktivní investiční záměr.
- Zamlčel podstatné údaje, například o jeho významných budoucích závazcích, které nevyplývají z předložených dat a nebyly zveřejněny v otevřených zdrojích.
- Prodával dluhopisy přes pochybné internetové platformy, multi-level marketingové sítě nebo neregistrované zprostředkovatele.

Ovládající osoba emitenta následně použila získané prostředky na jiné než deklarované účely. Uhradila věřitelům jednu, případně několik úrokových splátek, a následně tuto společnost buď uvedla do hibernace, zlikvidovala ji nebo čekala na podání insolvenčního návrhu ze strany věřitelů.

Zkreslování informací o osobě emitenta

Jedná se o nekalé jednání, kdy emitent uváděl nepravdivé a zkreslené informace v médiích, prospektu nebo emisních podmínkách o skutečné právnické osobě emitenta, která se skrývala pod podobně znějícím jménem již zavedené spřízněné společnosti. Mezi důvody takového jednání je již prvotní úmysl získat prostředky, nesplatit emisi a ponechat dluh vůči investorům na prázdné a účelové společnosti, kterou není tak složité odstříhnout od stávajícího podnikání osob stojících za emitentem.

Emitent před samotnou emisí dluhopisů uskutečnil následující kroky:

- Podnikal ve společnosti, která potřebovala získat finanční prostředky.
- Za účelem emise dluhopisů založil novou společnost s minimem kapitálu, většinou bez zaměstnanců, která měla velmi podobný název, jako hlavní podnikatelský subjekt (například emitent Clever Monitor Financials a.s. vs. Clever Monitor s.r.o.). Šlo pouze o společnost založenou za účelem vydání dluhopisů a následného získání prostředků pro vnitroskupinové financování, kdy emitent přeposle prostředky spřízněným osobám ve skupině ve formě půjček. Tato účelově založená společnost nevykonávala žádnou podnikatelskou činnost, a nemohla proto z vlastních aktivit splatit dluhy z emitovaných dluhopisů.
- Prezentoval nepravdivé nebo hrubě zkreslené údaje o tom, která právnická osoba je skutečným emitentem. Budil zdání, že dluhopisy emituje známější hlavní podnikatelský subjekt, tj. společnost s určitou pověstí a majetkem, ale ve skutečnosti dluhopisy emitovala nově založená účelová společnost.
- Získané prostředky od investorů následně nově založená společnost emitenta převedla do hlavního podnikatelského subjektu za účelem jeho financování.
- V prospektu se za emitované dluhopisy nezaručil ani hlavní podnikatelský subjekt, ani jiná osoba.

⁹ Podle § 209 Podvod trestního zákoníku č. z. 40/2009 Sb. spáchá tento trestný čin ten, kdo sebe nebo jiného obohatí tím, že uvede někoho v omyl, využije něčího omylu nebo zamlčí podstatné skutečnosti, a způsobí tak na cizím majetku škodu nikoli nepatrnou.

- Pokud se podnikatelský záměr nezdařil, insolvenční řízení bylo zahájeno ve společnosti emitenta, čímž byla uchráněna (dočasně) společnost hlavního podnikatelského subjektu.

Investoři tak svěřili své prostředky osobě, která je převedla do jiné, spřízněné společnosti, a po výskytu finančních potíží emitenta jej dovedla do insolvence.

Zkreslování informací o hospodaření emitenta

V médiích, prospektu nebo emisních podmínkách uvedl emitent nepravdivé nebo zkreslené informace o hospodaření, majetku a závazcích společnosti. Emitent tak buď přímo nebo prostřednictvím zprostředkovatele předložil potenciálním investorům úmyslně zkreslené účetní výkazy a finanční informace o hospodaření. Zkreslování hospodářských výsledků je běžné zejména při nadhodnocení výše majetku, tržeb a provozního zisku emitenta a podhodnocení jeho finančních závazků či nákladů.

Někteří emitenti za účelem vykazání vysokého růstu v období krátce před emisí dluhopisů uskutečnili řadu transakcí se spřízněnými nebo spolupracujícími třetími stranami, kterými si uměle navýšili svůj obrát, ale které neměly žádnou souvislost s reálnými obchodními aktivitami emitenta.

Významný tlak na to, aby emitent vypadal před investory lépe, než jaký ve skutečnosti je, pak nutil emitenty k falšování svých finančních výkazů různými schématy. Jednalo se o desítky způsobů, kterými emitent uměle vylepšil svou ziskovost (přesunem nákladů do budoucího období nebo budoucích tržeb do aktuálního období), navýšil hodnotu majetku (například přeceněním nemovitostí, zásob nebo rozpracované výroby a případně vyvíjeného produktu) nebo ponížil reálné závazky jejich nezavedením do účetnictví.

Nafukování rozvah emitenta

Emitent nadhodnocoval účetní hodnotu svého majetku, aby tak mohl získávat nové financování, dále se zadlužovat a působit stabilněji. Mezi identifikovaná schémata patřilo například:

- Navyšování vlastního jmění prostřednictvím fiktivních pohledávek.
- Nafukování rozvah fiktivními úrokovými výnosy z poskytnutých půjček spřízněným osobám, které ale nebudou splacené.
- Vysoké kladné oceňovací rozdíly společností v portfoliu.
- Nestandardně vysoká a zmanipulovaná pořizovací cena nabytých účastí od spřízněných osob.
- Fiktivní obchody nesouvisející s reálným byznysem, které nafoukly obrát a rozvahu společnosti.

Nabídka fiktivních emisí na cizí jméno pomocí podvodné dluhopisové platformy

Pachatelé si založili fiktivní advokátní kancelář, vytvořili celou síť propojených společností prostřednictvím „bílých koní“ a vybudovali podvodnou internetovou platformu, na níž zveřejnili nabídky emisí dluhopisů jménem těchto propojených společností, aniž by k tomu měli jakýkoli souhlas skutečných jednatelů či společníků těchto firem. Jednatelé ani společníci, i když byly ve skutečnosti dosazeni pachateli, o plánovaných emisích nevěděli, žádné dokumenty nepodepisovali a ani žádné valné hromady emisi neschvalovaly. Pachatel měl podepsat s investory smlouvy o úpisu a koupi dluhopisů, předat jim listinné dluhopisy vytištěné na šablonách a ti měli posílat prostředky na účet „advokátní kanceláře“, kde s nimi pachatel mohl volně disponovat. Mezi nestandardnosti a rizikové příznaky patřily například:

- Ve všech emisních podmínkách figurovala „advokátní kancelář“ jako zajišťovací agent.
- Byl použit pouze jeden bankovní účet napříč všemi emisemi, patřil „advokátní kanceláři“.
- Deklarované účely emisí (otevírání fitness center, datová úložiště, výstavba rodinných domků) byly zcela fiktivní a neodpovídaly skutečné ekonomické situaci emitentů, případně se zakládaly na majetku, který pachatel fakticky nekontroloval.
- Emitenti o emisi nevěděli – žádné rozhodnutí valné hromady, žádný podpis jednatele na emisních podmínkách; emisní podmínky zpracoval třetí subjekt na základě pokynů osoby bez mandátu.

- Klamavé zajišťovací schéma – všechny emisní podmínky obsahovaly identický způsob zajištění, ale ve skutečnosti žádné zajištění nebylo zřizováno.
- Totožná struktura emisních podmínek – emisní podmínky byly vzorové, měnily se pouze hlavičky.
- Síť bílých koní – pachatel systematicky dosazoval do statutárních orgánů závislé osoby (asistentky, brigádníci), jimž vystavoval generální plné moci, a tím obcházel potřebu souhlasu skutečných vlastníků.
- Spolupachatel byl v době spolupráce sám stíhán pro masivní dluhopisové podvody.
- Potenciální investoři se měli ozývat přes poptávkový formulář na k tomu vytvořeném webu.

Tunelování majetku úpadce

Po získání zdrojů od investorů ovládající osoby emitenta hledaly způsob, jak tyto prostředky vyvést z majetku společnosti. Mezi identifikované způsoby vyvádění majetku patřila například následující schémata, velmi často uskutečňovaná s osobami spřízněnými s emitentem:

- Pořízení skutečných aktiv (movitého majetku a vybavení), ale za cenu výrazně vyšší, než byla obvyklá tržní cena (např. pořízení lodí, vývoj SW aplikace).
- Úhrada fiktivního nákupu služeb, u kterých se těžko prokazuje získání plnění (např. právní služby, administrativní služby, poradenské služby, zprostředkování).
- Náklady na propagaci, cestování, věci osobní spotřeby, vybavení a nábytek ovládajících osob.
- Dary spřízněné nadaci
- Vyplácení neúměrně vysokých provizí spřízněným osobám
- Splácení starých dluhů emitenta.
- Prodej hodnotného majetku za zlomek jeho tržní ceny.
- Poskytnutí půjček ovládajícím osobám, například za účelem uhrazení jejich starých dluhů.
- Výběry hotovosti z pokladny podložené fiktivními doklady, úhrada soukromých nákladů z pokladny, maskovaných jako podnikové náklady.
- Převody peněžních prostředků (zejména spřízněným osobám) z bankovních účtů bez jakékoli protiplnění.
- Přistoupení k dluhu nebo přímo převzetí dluhu bez získání protiplnění.
- Postoupení bonitních pohledávek bez získání protiplnění.
- Ze zkoumaných případů vyplývá, že až třetina získané částky z emise dluhopisů nebyla využita na investiční záměr emitenta, ale byla spotřebována na „administraci“ emise v jejím prvním roce. Získané prostředky z emise tak byly často použity na úhradu například následujících nákladů:
- Náklady spojené s emisí dluhopisů, většinou přes tržiště dluhopisů (8 % až 10 % z celkové částky emise).
- Odměny a tipařské provize (cca 9 % až 10 % z celkové částky emise).
- Poradenské a právní služby (cca 5 % z celkové částky emise).
- Úhrada úroků (v průměru 8 % až 12 % z celkové částky emise) z přijatých prostředků na dluh.

Příklady rizikových emitentů v roce 2025

1. Rizikovní emitenti podle médií

V následující části uvádíme příklady emitentů podnikových dluhopisů, u kterých byly medializovány pochybnosti o poctivosti jejich podnikání nebo podezření z nekalého jednání. Popisy případů jednotlivých společností jsou vytvořené na základě veřejně dostupných informací a zdroje informací byly uvedeny za názvem emitenta:

IČO	Název	Skupina	Datum vzniku	Datum první emise	Celková velikost emise v Kč*
3892239	Česká Whisky, s.r.o.	-	16.03.2015	31.12.2018	15 000 000
9182098	Agrární půdní fond s.r.o.	APF Group	25.05.2020	01.08.2021	25 000 000
14265681	APF DIGITAL AGRIFUND CR s.r.o.	APF Group	24.02.2022	01.08.2022	24 500 000
9024727	APF REAL ESTATE GROUP CR s.r.o.	APF Group	24.03.2020	05.02.2024	24 000 000
9456279	Technologie Ervo Eco s.r.o.	ERVOeco	31.08.2020	02.10.2020	49 500 000
10953001	LOGeco cirkulární HUB s.r.o.	ERVOeco	16.06.2021	21.06.2021	26 000 000
13971867	ERVOECO X-TEE s.r.o.	ERVOeco	11.11.2021	12.02.2025	23 500 000
7035004	LOGeco s.r.o.	ERVOeco	12.04.2018	01.04.2020	19 000 000
4473221	GEEN Development a.s.	Geen	14.10.2015	01.06.2018	4 750 877 500
28916794	GEEN Holding a.s.	Geen	16.06.2009	30.04.2014	2 924 615 000
5880734	Future Farming Private s.r.o.	GFF (Future Farming)	07.03.2017	01.12.2018	75 000 000
10907726	Future Farming Capital s.r.o.	GFF (Future Farming)	31.05.2021	09.06.2021	50 000 000
9956263	GFF Equity s.r.o.	GFF (Future Farming)	24.02.2021	08.03.2021	50 000 000
13964453	GFF Private One s.r.o.	GFF (Future Farming)	19.11.2021	14.02.2022	48 400 000
10870059	GFF Private II s.r.o.	GFF (Future Farming)	20.05.2021	23.03.2022	48 000 000
17805937	GFF Asset II s.r.o.	GFF (Future Farming)	06.12.2022	01.02.2023	45 000 000
7606150	Future Farming, s.r.o.	GFF (Future Farming)	01.11.2018	01.11.2019	25 000 000
17630452	GFF Asset III s.r.o.	GFF (Future Farming)	13.10.2022	01.02.2023	25 000 000
11942029	GFF Private VI s.r.o.	GFF (Future Farming)	14.10.2021	21.12.2022	25 000 000
14337151	GFF Equity II s.r.o.	GFF (Future Farming)	11.03.2022	28.04.2023	23 400 000
17736790	GFF Asset IV s.r.o.	GFF (Future Farming)	15.11.2022	01.02.2023	23 000 000
10865314	Premiot Property I. 2021 s.r.o.	Premiot	31.05.2021	27.12.2021	25 000 000
10865578	Premiot Property Group CZ, SK a.s.	Premiot	11.06.2021	06.10.2021	25 000 000
11901802	BD P5 Skalka VIII. s.r.o.	Premiot	20.10.2021	01.11.2021	25 000 000
11917229	Property Premiot I. s.r.o.	Premiot	07.10.2021	19.10.2021	25 000 000
11917245	Property Premiot III. s.r.o.	Premiot	07.10.2021	03.12.2021	25 000 000
17782996	Česká žula Premiot XI., s.r.o.	Premiot	29.11.2022	01.02.2023	24 725 000
17782945	Česká žula Premiot X., s.r.o.	Premiot	29.11.2022	01.02.2023	24 000 000
7711221	PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 1 s.r.o.	Private Active Investor	10.12.2018	22.01.2019	73 000 000
7712171	PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 2 s.r.o.	Private Active Investor	10.12.2018	14.03.2019	72 725 000
7712235	PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 3 s.r.o.	Private Active Investor	10.12.2018	11.11.2019	50 000 000
1657151	RSBC Holding a.s.	RSBC	03.05.2013	09.10.2014	5 856 250 000
7049510	Bauer Technics s.r.o.	RSBC	18.04.2018	20.06.2019	140 000 000

*Součet objemů všech emisí emitovaných od roku 2013 do roku 2025 v ČR. Nezohledňuje výši skutečně upsaných dluhopisů či již splacených dluhopisů, rovněž nezohledňuje objem dluhopisů emitovaných v zahraničí.

APF REAL ESTATE GROUP CR s.r.o., APF DIGITAL AGRIFUND CR s.r.o. a Agrární půdní fond s.r.o.^{10,11,12,13}

Skupina Verdant APF, která slibovala investice do zemědělské půdy, se zhroutila v srpnu roku 2025 s dluhy přesahujícími jednu miliardu Kč. Za jejím pádem stojí pravděpodobně kombinace nepřehledné vlastnické struktury, nekontrolovaného prodeje krypto-tokenů, personálních vazeb na osoby prověřované pro podvod a konfliktu s obchodníky, kteří zajišťovali přísun kapitálu od investorů.

Struktura skupiny

Společnost APF REAL ESTATE GROUP CR s.r.o. vznikla v roce 2020 pod názvem RE Services & Investments s.r.o. V roce 2022 se přejmenovala na současný název a v rámci skupiny APF GROUP (Verdant) plnila roli realitního a holdingového pilíře. APF REAL ESTATE GROUP CR s.r.o. je současně emitentem dluhopisů a ovládá společnost APF AGRICULTURAL LAND CR s.r.o., dále emitenty dluhopisů APF ALTERNATIVE FUND CR s.r.o. (dříve Agrární půdní fond s.r.o.) a APF Venture Capital CR s.r.o., jakož i další dceřiné společnosti zaměřené na zemědělskou půdu a investice do ní. APF REAL ESTATE GROUP CR podle médií vlastní prostřednictvím dceřiných firem podstatnou část zemědělských pozemků skupiny, a to minimálně 930 hektarů.

Podle článku na portálu asz.cz „problémy APF propukly na sklonku minulého roku (2024). Stalo se to poté, co se skupina ve zlém rozešla s několika obchodníky, kteří se starali o přísun kapitálu“.

Ovládání

Skupinu Verdant APF měla řídit a vlastnit rodina podnikatele pana K. prostřednictvím svěřenského fondu. Od podzimu 2024 měl holding čelit závažným likvidačním problémům, které následně vyvrcholily bankrotu klíčových firem v srpnu 2025. V situaci blížícího se úpadku měl vlastník v červnu 2025 postoupit většinový podíl (80 %) ve společnosti APF Real Estate Group CR a.s. (uváděné jako klíčová firma skupiny) na S-24 holding obchodníka s pohledávkami. Tato společnost, která ovládá i TV Barrandov, má podle mediálních informací financovat ztrátové projekty (včetně Barrandova) rovněž prostřednictvím rizikových emisí dluhopisů.

Podle Seznam Zpráv „pan K. v začátcích svého podnikání spolupracoval s kryptoměnovou společností Platon Life. Její představitele obvinila Národní centrála proti organizovanému zločinu kvůli podezření z podvodu. Mezi skupinou APF a Platon Life poté existovala řada dalších personálních i klientských vazeb. Do APF přešla rovněž skupina obchodníků, kteří dříve působili v Platon Life. Právě oni se v hlavní fázi rozvoje APF starali o přísun kapitálu do skupiny od investorů. V roce 2024 ale mezi panem K. a obchodnickou skupinou vypukl konflikt. Většina z původních obchodníků odešla. Když se následně tok nového kapitálu do holdingu oslabil, začaly finanční potíže.“

Kontroverze týkající se šéfa skupiny

Seznam Zprávy dále upozorňují, že skupinu Verdant APF měl vést pan K., který je podle média v osobní insolventci, v minulosti byl trestán a dle údajů v obchodním rejstříku dříve ovládal firmy, z nichž část skončila v konkurzu nebo v exekuci. Stejný článek zdůrazňuje rovněž neprůhlednou vlastnickou strukturu (svěřenský fond) a skutečnost, že skupina měla získávat kapitál „prostřednictvím tokenů, půjček a z menší části dluhopisů“ a současně se měla potýkat s problémy se splácením závazků.

Tokenizace

Podle Seznam Zpráv tokeny (na rozdíl od klasických dluhopisů) nepodléhají srovnatelnému dohledu či regulaci, a proto představují vysoce rizikové investice. Již dříve před riziky spojenými s těmito investicemi varovaly Česká národní banka, ministerstvo financí i Národní centrála proti organizovanému zločinu (NCOZ). Skupina Verdant APF podle dostupných informací získávala kapitál vedle dluhopisů zejména prostřednictvím krypto-tokenu APFC (APF Coin), který byl prezentován jako investiční nástroj umožňující tokenizaci zemědělské půdy a přístup k „reálným aktivům“ i drobným investorům. Tokenu byl věnován samostatný projekt APF Digital Agrifund, který zahrnoval fond kvalifikovaných investorů VERDANT, zalistování tokenu na několika zahraničních kryptoměnových burzách a přímý OTC prodej klientům skupiny.

Vlastní stránky projektu APF Digital Agrifund popisují tři pilíře: fond kvalifikovaných investorů (VERDANT), zalistování tokenu APFC na několika kryptoměnových burzách a přímý prodej tokenů klientům skupiny APF.

¹⁰ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-police-vysetruje-pad-skupiny-apf-jeji-byvaly-sef-dal-laka-na-investice-290966>

¹¹ <https://www.asz.cz/clanek/14953/investor-do-pudy-apf-je-v-upadku-firmu-pohanely-penize-od-verejnosti/>

¹² <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-skupina-apf-zije-z-penez-investoru-jeji-sef-je-pres-dva-roky-v-insolventci-272578>

¹³ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-cnb-poprve-vyuzila-novou-paku-upozornila-na-vydavatele-tokenu-apf-278093>

Česká národní banka upozornila, že APF Digital Agrifund CR s.r.o. jako vydavatel tokenu APFC nesplnil požadavky nařízení MiCA pro veřejné nabízení kryptoaktiv, jelikož ČNB dosud neobdržela všechny nezbytné podklady. Token tak podle tohoto stanoviska není v souladu s regulací způsobilý k veřejné nabídce. Zároveň média opakovaně popsala, že holding Verdant APF měl generovat většinu zisků z prodeje tokenů, přičemž se potýkal s vysokým zadlužením přesahujícím jednu miliardu Kč a s problémy s úhradou splatných dluhů.

Za klíčovou součást skupiny je označována společnost APF VENTURE CAPITAL CR s.r.o., která měla shromažďovat kapitál od veřejnosti především formou půjček a krypto-tokenů. Tato společnost je v insolvenční a podle vlastních údajů měla dluhy přes jednu miliardu Kč.

Zajištění majetku policií a policejní šetření

Investigativní článek Seznam Zprávy uvádí, že policie kvůli podezření z podvodu zajistila peněžní prostředky na bankovním účtu a pozemky společnosti APF REAL ESTATE GROUP CR. Podle insolvenčního návrhu měla policie zablokovat účty ve druhé polovině dubna 2025 a zajistit pozemky v říjnu téhož roku.

Seznam Zprávy zároveň informují, že policisté v souvislosti s pádem skupiny Verdant APF prověřují možné podvodné jednání. Skupina měla lákat veřejnost na „výhodné investice“ do půdy, tokenů APFC a dalších produktů, přičemž policie blokuje majetek včetně půdy držené přes APF REAL ESTATE GROUP CR. Zakladatel holdingu měl podle článku i v průběhu vyšetřování nadále nabízet investice do maltského fondu, což média prezentují jako vysoce varovný signál pro stávající i nové investory.

Obchody s pozemky

APF REAL ESTATE GROUP CR vlastní prostřednictvím dceřiných firem podstatnou část zemědělských pozemků skupiny. Podle médií jde minimálně o 930 hektarů pozemků.

Agrární půdní fond s.r.o. (dnes APF ALTERNATIVE FUND CR s.r.o.) je emitent dluhopisů a subjekt obchodující se zemědělskými pozemky v ČR, který svůj byznys model prezentoval jako vyhledávání podhodnocených zemědělských parcel, jejich rychlý obrát a dosahování hrubého výnosu okolo 20 % ročně. Zakladatelé měli začínat přibližně kolem roku 2015 jako realitní makléři se specializací na zemědělskou půdu.

Česká Whisky s.r.o.^{14,15,16}

Skupina Trebitsch (do které Česká Whisky s.r.o. patřila) prodávala investorům sudy s whisky s garantovaným výnosem 8 % ročně. Po roce 2023 však začaly váznout zpětné odkupy sudů a výplaty investorů, část destilátu byla nalezena v plastových barelech namísto dřevěných sudů a majitel holdingu čelí trestnímu stíhání od prosince 2024.

Struktura skupiny

Česká Whisky s.r.o. patřila spolu se společností Trebitsch Barrels SE pod mateřskou společnost Trebitsch Holding SE. Z rolí jednotlivých entit vyplývá následující členění: společnost Česká Whisky s.r.o. zajišťovala výrobu destilátu a plnění sudů, Trebitsch Barrels SE zajišťovala nákup/výrobu sudů, jejich evidenci a případně další nakládání se sudy. Společnost Trebitsch Holding SE měla plnit zejména funkci financující a obchodní, když investorům nabízela produkt „investice do sudů s whisky“, včetně jejich uložení v daňovém skladu a následného odkupu za zvýšenou cenu (deklarovaný/garantovaný výnos přibližně 8 % p. a.).

Investice do sudů whisky

Z informací dostupných v insolvenčním rejstříku vyplývá, že věřitelé investovali prostřednictvím Trebitsch Holdingu do sudů, které měly být fyzicky uloženy u dceřiných firem. Investoři uzavírali smlouvu s Trebitsch Holding, který měl garantovat dodání a skladování sudů v daňovém skladu. Trebitsch Holding sám whisky nevyráběl. Výrobu zajišťovala dceřiná společnost Česká Whisky s.r.o., která provozovala destilérii a fyzicky vyráběla whisky (resp. destilát určený k následnému zrání). Destilát z její produkce byl ukládán do sudů, které měly být následně předmětem investičních smluv prodávaných Trebitsch Holding SE, přičemž tato společnost měla vlastnit obchodní podíl v Trebitsch Barrels SE.

¹⁴ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-slibovali-investicni-whisky-ted-bude-spravce-hledat-kudy-tekly-penize-267926>

¹⁵ <https://jihlavska.drba.cz/zpravy/spolecnost/24381-byla-investice-do-trebicske-whisky-podvod-celkem-477-veritelu-chce-zpet-114-milionu.html>

¹⁶ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-doufali-ze-vydelaji-na-whisky-nyni-chteji-sve-penize-zpet-263459>

Emise dluhopisů a insolvence

Skupina nejprve využila podnikové dluhopisy „Česká Whisky Distillery 8,1 %“, jejichž výnos měl financovat rekonstrukci barokního lihovaru, nákup destilační technologie, vybudování skladů a nábor zaměstnanců. Později Trebitsch Holding rozvinul produkt tzv. „investičních sudů“. Klient si koupil sud s destilátem, který měl zrát několik let a který měl být následně odkoupen zpět i s výnosem. Marketing komunikoval průměrné zhodnocení kolem 8 % ročně a prezentoval investici jako „krytou“ whisky uloženou v daňových skladech pod dohledem celní správy. Zhodnocení se mělo odvíjet od doby, po kterou si zákazníci sudy ponechali (tj. délky „zrání“).

Po roce 2023 začaly podle dostupných informací výplaty investorům váznout. Provozní ředitel a ovládající osoba pan O. měl připustit prodlení a uvést, že firma „nedokázala sudy zobchodovat“ a odkupy realizuje se zpožděním mj. kvůli „špatné vnitřní organizaci“. Následně v letech 2024 a 2025 obě společnosti skončily v insolvenční insolvenční řízení se přihlásily stovky věřitelů s pohledávkami přesahujícími sto milionů Kč.

Obava o osud části naplněných sudů a pravděpodobné znehodnocení whisky

Podle Seznam Zpráv se investoři začali intenzivně zajímat o to, kde sudy, do nichž investovali, fakticky skončily, případně zda vůbec reálně existovaly. Ze zprávy policie mělo vyplývat, že od ledna 2024 společnost neukládala sudy s destilátem v žádném z celních skladů, které dříve provozovala (například v Třebíči nebo Horních Počernicích), nýbrž že skladování od té doby zajišťoval daňový sklad L'Or special drinks, s.r.o., v Nezvěsticích. Destilát z uložených skladů měl být poté (podle zprávy insolvenčního správce) přečerpán do velkoobjemových plastových barelů a převezen do daňového skladu společnosti L'Or special drinks, s.r.o., v Dolním Bousově. Tam se mělo nacházet také téměř 2 500 kusů lahví s označením Trebitsch Czech Single Malt Whisky.

Investoři však podle mediálních informací upozorňovali, že přečerpáním alkoholu do plastových nádob mohlo dojít ke znehodnocení – smysl zhodnocení měl spočívat právě v tom, že destilát stárne v kvalitních dřevěných sudech, nikoli v plastu, který není určen k dlouhodobému zrání a může negativně ovlivnit vlastnosti produktu.

Podezření z podvodů a vyšetřování Policí ČR

Podle médií měly z Trebitsch Holdingu proudit do dceřiné společnosti Česká whisky s.r.o. významné finanční prostředky. Jak uvedl advokát zastupující věřitele, „společnost Trebitsch Holding sama relevantní majetek neměla, vybírala peníze od investorů a peníze od nich tekly do dceřiné společnosti. Část peněz asi utratila i za marketingové aktivity, které byly intenzivní.“

Podle článku v médiích investoři uváděli, že jim společnost slibovala zhodnocení, avšak po uplynutí smluvní lhůty neobdrželi ani jistinu, ani úroky. Někteří proto podali trestní oznámení a případ měla převzít krajská policie v Jihlavě.

Právní zástupce věřitelů v médiích dále tvrdil, že proti panu O. (ovládající osobě holdingu) bylo zahájeno trestní stíhání a došlo k zajištění části majetku jednak přímo pana O. a jednak majetku Trebitsch Holdingu. Pan O. měl být podle těchto informací stíhán od prosince 2024.

Podle zprávy insolvenčního správce z konce roku 2024 měl být již v roce 2021 majitel firmy Trebitsch Holding pan O. prověřován v trestním řízení vedeném Krajským ředitelstvím policie Kraje Vysočina. Podle Seznam Zpráv, které citovaly vyjádření policie, se policisté v rámci úkonů trestního řízení zabývali zejména množstvím vyrobeného alkoholu, jeho kvalitou, a zvláště pak výší přijatých peněžních prostředků od jednotlivých investorů. Policie podle Seznam Zpráv situaci komentovala v tom smyslu, že „v takhle velkém rozsahu případné podvodné jednání s investičním alkoholem policie na Vysočině ještě nešetřila a myslím si, že ani Policie České republiky“.

LOGeco s.r.o., Technologie Ervo Eco s.r.o., LOGeco cirkulární HUB s.r.o. a ERVOECO X-TEE s.r.o. (skupina ERVOeco)^{17,18,19,20,21}

LOGeco s.r.o. je centrální společností skupiny ERVOeco, která svou technologii prezentovala investorům jako „unikátní, světově ojedinělou“ linku na ekologickou recyklaci směsného odpadu a plastů, „převratný vynález českých vědců“ a „revoluci ve zpracování odpadů“. Stovky milionů Kč od investorů však nedokázaly projekt dotáhnout do udržitelného komerčního provozu. V létě 2025 zemřel jediný jednatel společnosti pan M. (podle médií sebevraždou) a koncem září 2025 podali samotní zaměstnanci insolvenční návrh z důvodu nevyplacených mezd. Od 30. 9. 2025 je společnost v insolvenčním řízení a věřitelé se obávají, že o významnou část vložených prostředků přijdou.

Skupina ERVOeco

Podle insolvenčního správce je dlužník LOGeco s.r.o. členem koncernu v pozici mateřské společnosti, do kterého patří Technologie Ervo Eco new s.r.o., LOGeco cirkulární HUB s.r.o., Technologie Ervo Eco V. s.r.o., Technologie Ervo Eco II s.r.o., Technologie Ervo Eco, Technologie Ervo Eco III s.r.o., Technologie Ervo Eco IV s.r.o., ERVOECO VODÍK s.r.o., ERVOECO X-TEE s.r.o., ECO WAY s.r.o., Technologie Ervo Eco Applica on s.r.o., TECHNOLOGIE ERVO ECO ENERGY s.r.o.

Společnost Technologie Ervo Eco s.r.o. (případně uváděná jako „Technologie ERVOeco new s.r.o.“) je zmiňována jako jeden z emitentů dluhopisů financujících projekt ERVOeco.

Insolvenční správce uvádí, že jednotliví členové koncernu byli zakládáni zejména za účelem emise cenných papírů, přičemž z takto získaných zdrojů mělo docházet k financování vývoje a zpracování technologií tvořících stěžejní majetek LOGeco s.r.o. Z jejich budoucího zpeněžení se předpokládala úhrada závazků členů koncernu vůči věřitelům (zejména z titulu nákupu dluhopisů). Správce dále zjistil, že peněžní prostředky byly přesouvány napříč koncernem podle aktuálních potřeb financování provozu mateřské společnosti a úhrady závazků spojených s emisemi cenných papírů, včetně výplat úroků závazků emitentů.

Pochybnosti o uvedení technologie do provozu

Podle profilů určených investorům mělo jít o zařízení, které z odpadu při vysokých teplotách vyrábí znovupoužitelné suroviny. Jako klíčová výhoda byla zdůrazňována patentová ochrana a možnost výroby produktů typu aktivní nano-uhlík.

Hlavní činnost LOGeco měla spočívat zejména ve vývoji, výrobě a do budoucna v očekávaných dodávkách specializovaných technologických zařízení určených pro chemickou recyklaci organického odpadu, zejména plastů, pryže a kalů. Správce zároveň uvádí, že ačkoli LOGeco po rozsáhlém a finančně náročném vývoji dosáhlo úspěšného zavedení technologie do provozu, dostalo se začátkem roku 2025 do finančních potíží v důsledku neobdržení očekávaného plnění věřitele z uzavřené úvěrové smlouvy. Tato událost měla společnost zásadně paralyzovat. Nebylo možné pokračovat v provozu závodu, zaměstnanci dlužníka se proto pokusili ukončit běžící smluvní vztahy a movitý majetek přemístili do skladů tak, aby minimalizovali náklady. V září 2025 následně zaměstnanci podali k příslušnému soudu insolvenční návrh.

Investorům do dluhopisů mělo být před emisemi komunikováno, že technologie je připravena pro komerční nasazení a že se plánují desítky linek v ČR i v zahraničí. Diskuze investorů na fóru p2pforum.cz například uvádí, že společnost slibovala 20 funkčních zařízení, a dokonce online přenos z jejich provozu, což se podle diskutujících ani po delší době nenaplnilo. V příspěvcích z února 2022 se uvádí, že ERVOeco mělo na začátku roku 2021 slibovat zprovoznění zařízení do léta 2021, přičemž diskutující hodnotí situaci tak, že od té doby převažují sliby bez doložení funkčního provozu. HN dále uvádějí, že „kolik těchto zařízení firma vyrobila a prodala, není známo“.

Financování dluhopisů a komunikace vůči věřitelům

Podle zpráv insolvenčního správce zveřejněných v insolvenčním rejstříku byly dceřiné společnosti skupiny ERVOeco (Technologie Ervo Eco I–V, ERVOECO VODÍK, ERVOECO X-TEE aj.) zakládány primárně za účelem emise dluhopisů, přičemž prostředky z emisí měly financovat vývoj technologie u mateřské LOGeco.

¹⁷ <https://www.ervoeco.com/cs/blog/ziskali-jsme-oceneni-cesky-goodwill-v-kategorii-inovace>

¹⁸ <https://p2pforum.cz/viewtopic.php?t=622>

¹⁹ <https://www.hrot24.cz/clanek/plastove-zlato-vynalez-unikatni-recyklační-linky-provazejí-spory-HVEnX>

²⁰ <https://archiv.hn.cz/c1-67817310-firma-slibovala-zazracnou-recyklaci-odpadu-a-plastu-investory-nadchla-pro-nakup-dluhopisu-ted-miri-do-insolvence>

²¹ <https://www.p2pforum.cz/viewtopic.php?t=1219>

Na webu ERVOeco se v listopadu 2024 objevila informace, že LOGeco „úspěšně vyplatilo jistiny i výnosy dvou významných dluhopisových emisí“ v ČR i SR, což mělo demonstrovat funkční model financování a posílit důvěru investorů.

Dceřiné společnosti tak emitovaly dluhopisy a prostředky směřovaly do mateřské LOGeco na vývoj technologie, která měla vzniknout, avšak podle výsledného vývoje nedokázala generovat stabilní příjmy umožňující dlouhodobě pokrývat závazky vůči držitelům dluhopisů. Situaci navíc podle kontextu mediálních zpráv a průběhu insolvence dále zkomplikovalo úmrtí jediného jednatele v létě 2025, který měl koncern fakticky řídit.

Z příspěvku uživatele na fóru p2pforum.cz z dubna 2025 vyplývá tvrzení, že „slibované výplaty jistin u společnosti ERVOeco/LOGeco neprobíhají“ a že společnost má finanční problémy, přičemž autor příspěvku uvádí, že přikládá „oficiální vyjádření pana Š.“.

Spory o vlastnictví technologie a trestní oznámení

Z mediálních článků vyplývá, že významný problém se týká samotného původu technologie ERVOeco a vztahů mezi LOGeco a společností ERVO Envitech, resp. Osobou, a to panem D. Článek na stránce Hrot.cz popisuje, že na začátku vývoje recyklační linky měla stát skupina kolem ERVO Envitech, která se později s LOGeco rozešla ve zlém. Strany se následně měly vzájemně obviňovat ze zpronevěry a podvodu. LOGeco podle článku tvrdí, že mezi firmami „v podstatě neexistuje žádný vztah“ a že od ERVO Envitech nic nekoupila; současně obviňuje pana D. a dalšího spolupracovníka pana M., že měli „zpronevěřit peníze firmy LOGeco“, a odkazuje na podaná trestní oznámení. LOGeco má současně požadovat náhradu škody v řádu desítek milionů Kč.

Skupina GEEN (GEEN Holding a.s. a GEEN Development a.s.)^{22,23,24,25,26,27,28}

Skupina GEEN (mateřská společnost GEEN Holding a.s. a klíčový emitent dluhopisů GEEN Development a.s.) je brněnský energetický holding spojený s podnikatelem panem M. Skupina vlastní a provozuje vodní, solární a biomasové elektrárny v ČR i v zahraničí a prezentovala investice do svých elektráren jako „bezpečné a konzervativní“. Realita však byla jiná. Skupina vygenerovala ztráty i v letech, kdy se jiným energetickým projektům dařilo, a v insolvenčním návrhu uvedla GEEN Holding dluhy ve 2,925 mld. Kč, přičemž podstatnou část tvoří dluhopisy distribuované zhruba dvěma tisícům převážně drobných investorů a zbytek představovaly zejména bankovní úvěry a další závazky. Společnost GEEN Development a.s. fungovala jako klíčový emitent dluhopisů skupiny. Zakladatel holdingu přitom v době prodeje dluhopisů nesl pravomocný trest za rozsáhlý dotační podvod a formální vedení společnosti bylo převedeno na jeho rodinné příslušníky.

Problémy se splácením závazků a insolvence

V roce 2023 vykázal holding ztrátu přibližně –195 mil. Kč (za rok 2022 byla rovněž vykázána ztráta kolem –176 mil. Kč), přičemž významnou roli podle dostupných podkladů hrály mimořádně vysoké úrokové náklady (jen za rok 2023 zhruba 327 mil. Kč). Na konci roku 2024 skupina přestala včas vyplácet výnosy a jistiny z dluhopisů. Následně investorům oznámila, že pozastavuje veškeré platby z dluhopisů a zahájí rozprodej majetku.

V březnu 2025 bylo zahájeno insolvenční řízení vůči GEEN Holding a.s. a v dubnu 2025 byla povolena reorganizace. V insolvenčním návrhu GEEN Holding uvedla celkové zadlužení přibližně 2,925 mld. Kč a přiznala, že od listopadu 2024 nevyplácí výnosy z dluhopisů a eviduje i další neuhrazené závazky po splatnosti. V květnu 2025 bylo zahájeno insolvenční řízení rovněž s GEEN Development a.s. a v červnu 2025 byla povolena její reorganizace.

Rozpory mezi deklarací o „bezpečné investici“ a realitou finančního stavu skupiny

Podle webových stránek skupiny (geen.eu) GEEN Holding prezentoval investice do svého podnikání jako bezpečné a konzervativní, například tvrzením: „Nikdy jsme neslibovali zázračně vysoké výnosy, protože víme, že bezpečné a konzervativní investice, jako jsou elektrárny v portfoliu GEEN, dokážou garantovat právě

²² <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/skandal-uradu-prace-nechal-si-ukrast-330-milionu-korun-171772>

²³ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-energeticka-skupina-geen-zastavila-splaceni-dluhopisu-a-prodava-majetek-268784>

²⁴ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-finance-drzitele-dluhopisu-geen-holdingu-nedostanou-zpet-ani-polovinu-pohledavek-297548>

²⁵ <https://ekonomickydenik.cz/energeticka-skupina-geen-loni-hospodarila-se-ztratou-176-milionu-korun-tizi-ji-vysoke-zadluzeni>

²⁶ <https://ekonomickydenik.cz/geen-veritele-ziskaji-nazpet-nejvyse-40-procent/>

²⁷ <https://eurozpravy.cz/domaci/zivot/251645-firma-mandre-nehorazne-podvadela-invalidy-skoda-335-milionu-soud-vynesl-tresty-vezeni>

²⁸ <https://www.geen.eu/clanky-15-let-spolecnosti.html>

takováto zhodnocení.“ Podle Ekonomického deníku se počet poškozených investorů pohyboval okolo dvou tisíc a šlo převážně o české domácnosti.

Ekonomický deník dále upozornil, že přestože vysoké ceny elektřiny v posledních letech v energetice obecně ziskovost navyšovaly, GEEN měl být v tomto ohledu výjimkou: dva po sobě jdoucí roky vykázal ztrátu (cca 176 mil. Kč a 195 mil. Kč). Jako klíčový faktor je v médiích zmiňován vysoký objem dluhového financování (dluhopisy i bankovní úvěry v řádu miliard Kč) a tomu odpovídající úroková zátěž, která podle dostupných informací činila přibližně 327 mil. Kč ročně.

Ve výsledku se tak výrazné zadlužení a opakované ztráty (tažené zejména úrokovými náklady) dostávají do zjevného rozporu s obrazem „stabilní“ energetické investice, který byl investorům prezentován v marketingové komunikaci. Tento rozpor měl následně vyústit do platební neschopnosti a úpadkových řešení v rámci skupiny. Ve světle pozdějších informací o vysokém zadlužení a dlouhodobých ztrátách se proto jako zásadní jeví otázka, zda při nabídce a prodeji dluhopisů nebyli investoři uvedeni v omyl ohledně skutečné míry rizika, zejména pokud byla komunikace stavěna na pojmech „bezpečná“ či „konzervativní“ investice.

Pravomocné odsouzení pana M. za rozsáhlý dotační podvod (holding Mandre)

Z mediálních článků vyplývá, že původní zakladatel a vlastník GEEN Holdingu pan M. obdržel v listopadu 2021 pravomocně trest odnětí svobody v délce šesti let a zákaz výkonu funkce jednatele. Škoda státu měla být vyčíslena přibližně na 335 mil. Kč, přičemž u pana M. osobně byla uváděna částka cca 53 mil. Kč. Trest padl v kauze firmy Mandre, která měla v letech 2008 až 2012 dle rozsudku podvodně pobírat od státu příspěvky na zaměstnávání osob se zdravotním postižením. Podle rozsudku mělo docházet k tomu, že dotace byly čerpány na zdravotně postižené zaměstnance, avšak tito zaměstnanci měli dostávat maximálně třetinu mzdy a zbytek byl odčerpáván prostřednictvím různých smluvních titulů (například pronájmy notebooků, jazykové kurzy apod.).

Podle soudu mělo být za čtyři roky vynaloženo přibližně 300 milionů Kč na zcela fiktivní podnikatelský produkt. Schéma bylo v médiích popsáno zejména následovně:

- Podnikatelé v čele s panem M. měli postupně vybudovat síť společností v rámci holdingu Mandre.
- Podle podnikatelů měli zaměstnanci poskytovat informace na infolince, která je obdobná jako služba 1188.
- Podle soudních závěrů však zaměstnanci po mnoho let vykonávali shodnou, velmi jednoduchou činnost, a to převážně opisování údajů z telefonního seznamu (Zlatých stránek), tedy činnosti z ekonomického hlediska neúčelné.
- Na tyto činnosti měly firmy čerpat dotace od poboček úřadu práce, na každého zdravotně postiženého zhruba 9 000 Kč. Zaměstnanci však údajně dostávali přibližně 3 000 Kč.
- Mzda měla být zaměstnavatelem snižována o odvody na pojištění a o různé „srážky“ související s pochybnými službami (například pronájem firemních notebooků či virtuální kurz angličtiny).
- Hendikepovaní měli například platit desítky tisíc ročně za pronájem služebního počítače, plat se měl krátit také o kurz angličtiny, který si holding Mandre koupil u londýnské společnosti WR International Financial Consulting Ltd. Podle závěrů policie a soudů měli tuto společnost na britských ostrovech založit právě pan M.
- Podstatná část dotací tak měla zůstat osobám ovládajícím zaměstnavatelské společnosti; jen za virtuální výuku, která se fakticky vůbec neuskutečnila, si jednatelé měli podle soudu vyúčtovat celkem 84 milionů Kč.

Dotace jako základ byznysu

Pan M. mezitím vybudoval energetický Geen Holding, který údajně spravoval portfolio desítek elektráren vyrábějících energii z obnovitelných zdrojů ve čtyřech zemích světa.

Podle médií odvolací soud konstatoval, že panu M. k dalšímu byznysu nejspíš dopomohly podvodně získané dotace. Soud se zároveň měl podívat nad tím, proč nebyly u krajského soudu navrženy a uloženy například peněžité tresty či propadnutí majetku, a to „v situaci, kdy je zcela zřejmé, že zejména obžalovaní pan M. a pan Š. měli zásadní zisk z trestného jednání a je vysoce pravděpodobné, že z něho pramení jejich další rozsáhlé podnikatelské aktivity“. Skupina GEEN podle médií spojitost s minulostí svého zakladatele odmítla.

Převod na rodinného příslušníka

Po pravomocném rozsudku měl pan M. zakázáno vykonávat jednatelecké pozice v obchodních společnostech. Podle dostupných informací proto po odsouzení převedl podíl v GEEN Holdingu na matku a předsedou představenstva se stal jeho otec. Formálně tak GEEN vedou příbuzní odsouzeného zakladatele.

Společnosti Future Farming a skupina GFF^{29,30,31}

Úpadek skupiny Future Farming / GFF patří mezi nejvýznamnější úpadky emitentů dluhopisů v České republice. Společnosti Future Farming a skupina GFF se v posledních letech dostaly do centra pozornosti kvůli podezření z nekalých praktik spojených s emisemi dluhopisů. Společnosti ze skupiny GFF měly vydat dluhopisy v souhrnné nominální hodnotě přibližně jedné miliardy Kč, které nakoupili zejména drobní investoři.

Část emitentů ze skupiny GFF skončila v insolvenční řízení již v roce 2024. Mezi další společnosti v úpadku, u nichž bylo zahájeno insolvenční řízení v roce 2025, patřily zejména Future Farming, s.r.o., Future Farming Capital s.r.o., Future Farming Private s.r.o., GFF Asset II s.r.o., GFF Asset III s.r.o., GFF Asset IV s.r.o., GFF Equity II s.r.o., GFF Equity s.r.o., GFF Private II s.r.o., GFF Private One s.r.o. a GFF Private VI s.r.o. Všechny tyto společnosti představují účelová SPV skupiny GFF / Future Farming, prostřednictvím nichž se emitovaly různé tranše dluhopisů (označované jako „veřejné“ i „private“) a současně byly přijímány zápůjčky od investorů.

Hlavním byznysem skupiny GFF mělo být budování akvaponických farem a souvisejících technologií v rámci její společnosti Future Farming.

Z informací zveřejněných v médiích vyplývají zejména následující rizikové aspekty spojené s podnikáním skupiny GFF:

Budování falešné důvěry a přitažlivého příběhu

Skupina GFF a Future Farming prezentovaly projekt akvaponických farem jako revoluční investiční příležitost s vysokými výnosy a nízkým rizikem. Marketing měl být podle mediálních popisů agresivní a cílený na drobné investory, kteří hledali stabilní a „eticky přijatelnou“ investici. Společnost organizovala prezentace, inzerovala na internetu a spolupracovala s finančními poradci, kteří projekt představovali jako bezpečný a výnosný. Veřejnosti byla ukazována malá ukázková farma v Brně, která měla demonstrovat životaschopnost a úspěšnost celého konceptu.

Klamavé informace o emitentech a o emisích dluhopisů

Future Farming a další společnosti ve skupině emitovaly firemní dluhopisy v hodnotě přes jednu miliardu Kč. Podle zjištění novinářů a mediálních výstupů při prodeji dluhopisů mělo docházet k vytváření dojmu, že investice je podložena reálnými aktivy (farmami a technologiemi), což se v deklarovaném rozsahu neprokázalo. Prodejce dluhopisů měl novinářům uvést, že první emise byly „přímo z Future Farming“, ale protože tato společnost neměla dostatek aktiv a pro klienty to nebylo dostatečně „jištěné“, začaly se emise vydávat na mateřskou firmu GFF, která údajně měla disponovat aktivy za 1,8 miliardy Kč a ručit za veškeré závazky vůči klientům. Novináři následně popsali, že jde o několik nepravdivých či zavádějících tvrzení: Dluhopisy neměla emitovat přímo společnost Future Farming ani přímo mateřská GFF, ale jiné společnosti z holdingu (účelové emitentské entity). Stejně tak deklarovaná aktiva ve výši 1,8 miliardy Kč jsou spíše tvrzením vztahovaným k holdingu jako celku, nikoli k jediné společnosti, a částku nebylo možné nezávisle ověřit. Dluhopisy současně neměly být zajištěny majetkem mateřské společnosti GFF.

Prodejce měl dále uvádět, že Česká národní banka musela „schválit“, že je vhodné vydat takovou emisi na vybudování akvaponických farem, resp. že ČNB schválila podnikatelský záměr emitenta. Jak je zřejmé i z jiných případů na trhu, jde o zavádějící interpretaci: ČNB se standardně nevyjadřuje ke schvalování obchodního plánu emitenta. Současně mělo být při prodeji dluhopisů investorům zatajováno skutečné finanční zdraví a rizikovost projektu. Podle mediálních popisů se podnikání od počátku potýkalo s finančními problémy, přičemž slibované výnosy měly být ekonomicky neudržitelné a vypláceny s vysokou pravděpodobností zejména z nových investic, tedy se znaky mechanismu připomínajícího Ponziho schéma.

²⁹ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-skupinu-s-farmarskymi-dluhopisy-kontroluje-auditor-ktereho-firma-vlastni-237732>

³⁰ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-kdo-chce-investovat-do-farem-budoucnosti-uslysi-vymysly-zjistili-reporteri-238066>

³¹ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-finance-muz-v-pozadi-miliardoveho-dluhopisoveho-krachu-ma-bokem-byznys-v-dubaji-260825>

Netransparentnost a střet zájmů auditora

Skupina GFF měla vykazovat významné nedostatky v transparentnosti a nezávislé kontrole účetních informací. Audit společnosti GFF Invest i audit dluhopisových prospektů měla vykonávat auditorská firma, která měla být vlastněna osobami ze skupiny GFF, což zakládá zjevný střet zájmů. Auditor a statutární orgán této auditorské společnosti měl být navíc v roce 2015 pravomocně odsouzen za zločin nepravdivého znaleckého posudku a křivé výpovědi. V roce 2019 jej kárná komise Komory auditorů ČR shledala vinným z porušení auditorských pravidel. Tento souběh okolností indikuje zvýšené riziko, že účetní závěrky mohly být zkreslovány a že mohl být vytvářen umělý obraz finanční stability. Chybějící nezávislý audit a z toho plynoucí snížená důvěryhodnost účetních závěrek tak podle mediálních závěrů neumožňovaly objektivně vyhodnotit rizika projektu.

Neexistující nebo nedokončené projekty

Skupina GFF tvrdila, že buduje velké farmy v různých lokalitách, například v Letonicích a Přerově nad Labem. Podle mediálních zjištění ale projekty buď nebyly nikdy realizovány, nebo zůstaly v nedokončeném stavu bez reálného provozu. Přesto měly být tyto farmy veřejně prezentovány jako funkční a generující zisk, což mělo posilovat důvěru investorů.

Vyplácení výnosů starým investorům pravděpodobně z prostředků nových investorů

S ohledem na stav projektů se novináři v roli zájemce o dluhopisy zajímali také o to, odkud pocházejí prostředky používané k výplatě výnosů a k refinancování nebo splacení starších emisí. Prodejce dluhopisů jim měl uvést, že i když jsou farmy relativně mladý projekt, „farmy běží“ a výnosy se u dluhopisů vyplácejí ihned jako „něco jako poděkování za půjčení financí“. Současně měl tvrdit, že Future Farming vydělává na půjčování peněz do jiných částí skupiny GFF a že v holdingu existuje například firma Future Mining, která těží kryptoměny.

Pokud by však byly prostředky od nových investorů využívány k výplatě úroků starším investorům, šlo by o charakteristický znak Ponziho schématu. Takové podezření podporují skutečnosti, že po oslabení či zastavení přísunu nových investic se projeví problémy se splácením úrokových nákladů a závazků z dluhopisů.

Riziko převodů části prostředků od investorů do zahraničí

Klíčová osoba spojená s Future Farming si v době emisí dluhopisů měla založit několik společností v Dubaji. Novináři proto upozornili na riziko, že část prostředků mohla být ze skupiny GFF převedena do těchto zahraničních entit. Skupina GFF k tomu dle mediálního popisu uváděla, že společnosti se aktuálně ničím nezabývají, byly založeny s odlišnými podnikatelskými záměry a současně měly být „nachystané k prodeji“, přičemž mezi GFF a těmito společnostmi nemělo docházet k finančním transakcím.

Insolvenční řízení

Finanční problémy se podle mediálních informací prohloubily natolik, že společnost Future Farming neměla prostředky na výplaty zaměstnanců a byla nucena uzavřít farmu v Brně. Držitelé dluhopisů podali insolvenční návrhy na více než desítku společností z holdingu. Po zastavení výplat z dluhopisů a zesílení veřejných otázek mělo dojít k hromadnému podávání žalob a insolvenčních návrhů. Vedení firmy přestalo komunikovat a situaci mělo vysvětlovat mimo jiné negativní mediální kampaní.

Realitní a investiční skupina Premiot^{32, 33, 34, 35, 36}

Skupina Premiot emitovala dluhopisy prostřednictvím sítě více než padesáti dceřiných společností v celkovém objemu odhadovaném na 2 až 3 mld. Kč, do nichž investovalo přes 3 000 investorů. Finanční problémy skupiny se projeví již koncem roku 2022. Část emitentů skupiny skončila v insolvenci již v roce 2024 a do konce roku 2025 bylo zahájeno insolvenční řízení s většinou emitujících společností skupiny. Policie ČR případ vyšetřuje a zajistila část majetku skupiny.

³² <https://isir.justice.cz>

³³ <https://dluhopisar.cz/kauza-premiot>

³⁴ <https://medium.seznam.cz/clanek/konkursni-noviny-kauza-premiot-group-stovky-firem-v-upadku-veritele-se-zapojuji-do-insolvence-58997>

³⁵ Vlastní zpracování dat o emisích dluhopisů.

³⁶ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-pad-dluhopisove-skupiny-premiot-vysetruje-police-zajistila-i-její-reality-285164>

Struktura skupiny a objem emisí

Skupina Premiot se zaměřovala na development nemovitostí, případně jejich nákup za účelem rekonstrukce, následného prodeje či pronájmu. Působila na realitním trhu nejen v České republice, ale i na Slovensku, v Maďarsku a Rumunsku. Skupinu Premiot tvořila složitá síť téměř stovky firem. Dluhopisy měla emitovat prostřednictvím nejméně 54 společností, do nichž investovalo přes 3 000 investorů. V dostupných zdrojích se objevují rozdílné údaje o celkovém objemu emisí: Některé podklady uvádějí, že celkový objem emitovaných dluhopisů překročil 4 mld. Kč, z toho téměř 1,5 mld. Kč měly tvořit podlimitní emise, zatímco jiné odhady pracují s tím, že skupina ve skutečnosti upsala dluhopisy za více než 2 mld. Kč. Tyto rozdíly mohou souviset zejména s rozdílným vymezením „objemu emitovaných“ versus „objemu skutečně upsaných“ dluhopisů, případně s nesouladem mezi nominálním objemem plánovaných emisí a reálnými prodeji investorům.

Emitenti skupiny v insolenci

O finančních problémech skupiny se poprvé začalo mluvit ke konci roku 2022, kdy měly společnosti ze skupiny splatit věřitelům několik emisí dluhopisů, což se nestalo a podle dostupných informací byly věřitelům vypláceny pouze úroky. Na jednoho z hlavních emitentů skupiny, společnost PREMIOT obchodní, a.s. (dříve Europa Investment Property CZ a.s.), byl dne 19. 5. 2023 podán věřitelský insolvenční návrh, přičemž přihlášené pohledávky měly dosahovat zhruba 1,4 mld. Kč. Na mateřskou společnost Premiot Group, a.s., byl podán insolvenční návrh dne 11. 7. 2023.

Ke dni 31. 12. 2024 bylo zahájeno insolvenční řízení s 37 z 54 společností, které v rámci skupiny Premiot emitovaly dluhopisy. Z toho 9 insolvenčních řízení bylo zahájeno v roce 2023, dalších 28 řízení v roce 2024 a 7 řízení emitentů dluhopisů v roce 2025. Lze očekávat, že insolvenční řízení bude zahájeno i s dalšími emitenty ze skupiny Premiot. Většina insolvenčních řízení skupiny Premiot je řešena konkurzem.

Průběh insolvenční

V insolvenčním řízení se skupina podle dostupných informací snažila prosadit reorganizaci, avšak mezi věřitelskými skupinami existovaly obavy, že reorganizační záměr může být nepoctivý a že by mohlo docházet k majetkovým transakcím znevýhodňujícím věřitele. Jako příklad je uváděn developerský projekt Skalka na Praze 5, označovaný za jeden z nejvýše oceněných majetků skupiny, který měl „propadnout“ zajištěnému věřiteli ze Slovenska, společnosti Koruna Finance. Podle insolvenčních správců společností PREMIOT obchodní, a.s., a PREMIOT realitní, a.s., dlužník neposkytoval dostatečnou součinnost. Skupina Premiot zároveň věřitelům často neposkytovala originální smlouvy či originály dluhopisů, což z pohledu forenzního prověřování a verifikace závazků představuje významný procesní problém.

Policejní vyšetřování

Podle Seznam Zprávy ze září 2025 začala úpadek skupiny Premiot Group vyšetřovat Policie ČR, která zároveň zajistila část majetku skupiny. Článek uvádí, že: „policejní zajištění majetku zamávalo s plány na prodej projektů skupiny, které by šly využít na uspokojení věřitelů. Vůči rozestavěnému bytovému projektu Skalka původně uplatnil zástavní právo věřitel ze Slovenska a poslal pozemky do dražby. Ta se však nakonec kvůli právnickým manévřům okolo Premiotu neuskutečnila.“ Podobný osud měl dle článku potkat také projekt horských apartmánů v Harrachově a pozemky Premiotu v pražských Řepích. Policie měla k věci uvést, že „případ je ve fázi prověřování a žádná osoba není stíhaná“.

Článek Seznam Zprávy dále uvádí vyjádření zakladatele skupiny Premiot, podle kterého na byznysu Premiotu a jeho krachu vydělaly blíže neurčené osoby „v pozadí“: „Moje odpovědnost je jasná. Nechal jsem vzniknout prostředí, kde mohli jiní hrát špinavou hru. Moje cesta dál je jediná – očistit jméno pravdou a ukázat konkrétně, kdo skutečně stál za pádem. To je hra s velkým přesahem a s aktéry, kteří mají zájem, aby se pravda nikdy neukázala. Já ale věřím, že se ukáže a že bude slyšet.“

Společnosti PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 1 s.r.o., PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 2 s.r.o. a PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 3 s.r.o. (dále jen skupina PRIVATE ACTIVE INVESTOR)^{37,38,39,40,41}

Všechny tři společnosti PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 1 s.r.o., PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 2 s.r.o. a PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 3 s.r.o. jsou součástí širší skupiny PRIVATE ACTIVE INVESTOR, do níž spadá rovněž mateřská společnost PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. Tyto společnosti představují čisté dluhopisové SPV (účelové emitenty korporátních dluhopisů) v rámci skupiny PRIVATE ACTIVE INVESTOR. Jediným skutečným majitelem všech tří společností byl po celou dobu jejich existence pan Š., který se pokoušel vybudovat rozsáhlý vinařský holding kolem značek jako Vinařství Mutěnice či Neoklas Šardice. Podle médií financoval rovněž reality, distribuci alkoholu a módní projekty. Kapitál neměl čerpat pouze od jednoho slovenského miliardáře, ale také od drobných investorů prostřednictvím skupiny PRIVATE ACTIVE INVESTOR. Samotná skupina se nachází v insolventní situaci, přestala vyplácet investorům peníze a věřitelské pohledávky z dluhopisů a směnky jsou uplatňovány v insolvenčních řízeních jak proti mateřské společnosti, tak i proti panu Š. osobně.

Emise dluhopisů

Z mediálních informací vyplývá, že trojice společností fungovala výhradně v roli emitentů korporátních dluhopisů. Získané prostředky měly být dále převáděny ve prospěch skupiny PRIVATE ACTIVE INVESTOR a jejího jediného beneficienta pana Š. Ten je měl využívat k financování akvizic (zejména v českém vinařském sektoru) a zároveň (podle médií) i k osobní spotřebě. Sesterská společnost PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. fungovala paralelně jako emitent směnky: S investory uzavírala „rámcové smlouvy o investiční spolupráci“ a na jejich základě vystavovala směnky. Pan Š. na těchto směnkách vystupoval jako avalista, čímž měl ručit svým osobním majetkem.

Spolumajitel byl pravomocně odsouzen za trestný čin krádeže

Pan Š. jako řídicí partner a spolumajitel dlouhodobě vystupoval pod hlavičkou investiční skupiny jednoho slovenského miliardáře. Podle médií ovládal přibližně desetinu českého trhu s vínem a firmy z jeho portfolia měly ročně prodat kolem 20 milionů litrů vína. Přibližně před dvěma lety jej však soudy pravomocně odsoudily za krádež 45 tun hroznů. V důsledku následného vývoje jeho podnikatelské impérium postupně zkolabovalo a podle médií měl před dluhy utéct zřejmě do Jižní Ameriky. Dle dostupných informací Krajský soud v Brně a následně Nejvyšší soud ČR pravomocně potvrdily panu Š. podmíněný trest ve výši tří let odnětí svobody s pětiletou zkušební dobou za krádež 45 tun hroznů.

Pokuta ČNB za neoprávněné přijímání vkladů

Rozhodnutím ČNB byla společnost PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. uložena pokuta 8 milionů Kč za porušení § 2 odst. 1 zákona o bankách (zákaz přijímání vkladů od veřejnosti bez bankovní licence). ČNB zjistila, že PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. přijímala od veřejnosti peněžní prostředky po dobu delší než tři roky v celkové výši 433,4 mil. Kč a 7,2 mil. eur, aniž by měla bankovní licenci. Pokuta byla následně potvrzena v soudním řízení (Městský soud v Praze). Druhým rozhodnutím ČNB zjistila přijetí vkladů od veřejnosti v celkové výši 416,7 mil. Kč bez příslušného oprávnění.

Podle rozhodnutí ČNB z března 2023:

- PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. opakovaně uzavírala v období 2018 až 2021 s fyzickými i právnickými osobami „rámcové smlouvy o investiční spolupráci“, jejichž předmětem bylo zapůjčení peněžních prostředků na dobu jednoho roku nebo dvou let s roční úrokovou sazbou 6,5 %, resp. 7 %.
- PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. nejprve přijímala peněžní prostředky, a to v minimální částce 1 mil. Kč nebo 40 000 eur, dále v částkách o celé statisíce Kč nebo desetitisíce eur vyšších, následně vyplácela v půlročních intervalech sjednanou odměnu za jejich svěřením a po uplynutí sjednané doby (jeden nebo dva roky) měly osoby právo na vrácení svěřených peněžních prostředků, přičemž účastník řízení v případě uplatnění tohoto práva peněžní prostředky vyplácel.
- Výše úrokové sazby závisela na době, na kterou byla smlouva uzavřena.

³⁷ <https://www.aktuality.sk/clanok/DHULXvK/kradol-hrozno-a-zrejme-usiel-za-ocean-slovaka-pre-milionove-dlh-hladaju-veritelia-aj-sudy/>

³⁸ <https://archiv.hn.cz/c1-67621780-sen-o-vinarske-skupine-se-stal-nocni-murou-do-insolvence-miri-dalsi-velka-investicni-spolecnost>

³⁹ <https://byznys.hn.cz/c1-67588540-byznys-podle-pavla-p-novotneho-po-investicich-do-vina-a-mody-prisla-kocovina-na-spadnuti-je-dalsi>

⁴⁰ https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/prilohy/S-Sp-2021_00362_CNB_573.pdf

⁴¹ https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/.galleries/prilohy/S-Sp-2023_00058_CNB_573.pdf

ČNB shledala, že materiální povaha těchto vztahů (fixně stanovená odměna za svěřením peněžních prostředků, absence specifikace využití peněžních prostředků a nárok na vrácení svěřených prostředků) odpovídá definici vkladu dle zákona o bankách. PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. se tak měla nacházet v pozici příjemce vkladu a fyzické/právní osoby v pozici vkladatelů.

Exekuce v říjnu 2024

Na společnost PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 1 s.r.o. byly v říjnu 2024 nařízeny exekuční příkazy. Na základě směnečného platebního rozkazu Krajského soudu v Brně byla vedena exekuce, která postihuje přímo obchodní podíl PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 1 s.r.o. Na společnost PRIVATE ACTIVE INVESTOR BONDS 2 s.r.o. byly zahájeny exekuční příkazy rovněž v říjnu 2024.

Kolaps a insolvence

V roce 2025 skupina přestala vyplácet investorům jistiny i výnosy. V únoru 2025 byl zveřejněn věřitelský insolvenční návrh vůči PRIVATE ACTIVE INVESTOR a.s. a současně bylo zahájeno insolvenční řízení i vůči panu Š. Hospodářské noviny popisují, že po ambiciózním pokusu konsolidovat české vinařství „zůstala dlouhá řada věřitelů“.

Osobní insolvence pana Š. a pobyt v zahraničí

Insolvenční řízení bylo zahájeno rovněž vůči panu Š. osobně. Krajský soud v Brně, který řízení vede, jej podle dostupných informací doposud nedokázal kontaktovat. Pan Š. si měl zrušit trvalý pobyt v ČR a jako korespondenční adresu uvést ulici v hlavním městě Guatemala. Na místě mělo být zjištěno, že jde o obchodní zónu, nikoli rezidenční adresu. Soudu se jej doposud nepodařilo doručovat. Rovněž na Slovensku je pan Š. hledán věřiteli, kteří se domáhají splatných pohledávek soudní cestou již dva roky.

Financování skupiny s podezřením na Ponziho schéma

Slovenský investigativní server Aktuality.sk v únoru 2026 uvedl, že ze soudních řízení má vyplývat, že financování skupiny pravděpodobně fungovalo na principu podvodného Ponziho schématu. Nové investice měly sloužit ke splácení závazků vůči dřívějším investorům, dokud systém dokázal přitahovat nové prostředky. Nový statutární orgán společnosti PRIVATE ACTIVE INVESTOR (po pádu skupiny) má být registrován s adresou v Asunciónu (Paraguay).

RSBC Holding a.s., Bauer Technics s.r.o. a skupina RSBC^{42,43,44,45,46}

Investiční skupina RSBC je český holding založený koncem 90. let, který spravoval majetek v řádu miliard Kč. Skupina se zaměřovala na konzervativně prezentované investice do nemovitostí, průmyslových a logistických podniků, zemědělství a později i do zbrojního průmyslu. Klíčovými pilíři měly být realitní projekty, private equity a investiční fondy. RSBC dlouhodobě vystupovala jako stabilní správce kapitálu a prostřednictvím dluhopisů i fondů oslovila tisíce drobných i movitějších investorů.

Hlavní entity skupiny byly následující společnosti:

- RSBC Holding a.s. – mateřská holdingová společnost
- RSBC Private Equity a.s. – emitent dluhopisů a směnek
- RSBC INVEST s.r.o. – emitent dluhopisů (první prospekt 2019)
- RSBC Financial Services a.s. – finanční služby skupiny
- RSBC Real Estate a.s. – nemovitostní divize
- RSBC Advisory s.r.o. – servisní entita skupiny
- RSBC Consortium s.r.o. – emitent dluhopisů (prospekt 2023)
- Bauer Technics s.r.o. – stavitel zemědělských farem (Rusko, Bělorusko)
- RSBC investiční společnost a.s. – správce fondů
- RSBC SICAV, a.s. – fond RSBC Defence (zbrojní aktiva)
- Schönfeld & Co Nemovitosti (podfond) – nemovitostní fond

⁴² <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-rsbc-obchodovala-s-rusem-z-hongkongu-ten-jeji-dcerince-dluzi-186-milionu-292525>

⁴³ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-byznys-reality-investori-stahovali-penize-z-fondu-rsbc-spolecnost-zastavila-odkupy-na-rok-286155?noredirect=1>

⁴⁴ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-rizeny-pad-skupina-rsbc-prosadila-reorganizaci-prvni-dcerine-firmy-288784>

⁴⁵ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-rsbc-pred-krachem-cerpala-velke-castky-od-investoru-ti-mluvi-o-podvodu-291628>

⁴⁶ <https://hlidacipes.org/investor-bruna-prasive-dluhopisy-a-prachy-jsou-v-prachu/>

Skupina financovala expanzi kombinací dluhopisů, směnek a investičních fondů nabízených veřejnosti (včetně kvalifikovaných investorů).

Insolvence hlavních společností ze skupiny

RSBC Holding a.s. je mateřská společnost investiční skupiny RSBC, která financovala expanzi zejména prostřednictvím dluhopisů (od roku 2019), směnek a fondů kvalifikovaných investorů. V roce 2023 se začaly objevovat problémy s vyplácením úroků a jistiny investorům do dluhopisů. V roce 2025 skupina oficiálně přiznala, že není schopna vyplatit investory z dluhopisů a směnek, a současně pozastavila vyplácení závazků vůči investorům, dodavatelům i zaměstnancům.

Postupně v insolvenci skončily zejména následující společnosti:

- Říjen 2025 – RSBC Advisory s.r.o. (reorganizace)
- Listopad 2025 – Bauer Technics s.r.o. (konkurz); dluh vůči RSBC Private Equity, pohledávka za Notos Management označena za nedobytnou
- Listopad 2025 – RSBC Holding a.s. (reorganizace); dluhy cca 1,9 mld. Kč, 592 věřitelů; reorganizaci mělo podpořit cca 75 % věřitelů
- Únor 2026 – RSBC Private Equity a.s. (reorganizace); závazky přes 634 mil. Kč vůči 177 věřitelům; plán měl počítat s návratem cca 80 % dluhů

Přijímání „last-minute“ půjček v době faktické platební neschopnosti

Článek Seznam Zpráv popisuje, že v době, kdy se RSBC již nacházela ve vážných finančních problémech a krach měl být otázkou měsíců, RSBC Holding stále intenzivně přijímal nový kapitál. V květnu a červnu (tedy zhruba dva až tři měsíce před oznámením insolvenčního řešení v září) si RSBC Holding od movitých investorů vypůjčil přes 148 milionů Kč formou krátkodobých půjček. Jedním z věřitelů má být společnost Ecoplanet, která v červnu 2025 poskytla přes 15 milionů Kč. Zástupce věřitele Ecoplanet uvedl pro Seznam Zprávy: „Společnost Ecoplanet se uvedeným jednáním skupiny RSBC cítí podvedena, a to zejména s ohledem na datum poskytnutí finančních prostředků a data, kdy se skupina RSBC ukázala reálně insolventní, kdy v době nabízení investice a následně podpisu smluv už reálně vykazovala znaky úpadku.“

Anonymní investoři podle médií uvádějí, že je management ujišťoval o solidní kondici skupiny a o připravovaných akvizicích, včetně akvizic v obranném průmyslu. Investoři dnes tvrdí, že pokud by znali skutečný stav skupiny, tedy vysoké zadlužení, tlak věřitelů a skutečnost, že se připravují insolvenční scénáře, finanční prostředky by neposkytli a považují jednání RSBC za podvodné.

V reorganizačním plánu, který redakce cituje, se „last-minute“ úvěry objevují jako běžné financování, část věřitelů však upozorňuje, že šlo o období bezprostředně před pádem, kdy vedení muselo o hrozícím úpadku vědět. Současně jiná část skupiny reagovala na odliv důvěry a zastavila odkupy z realitního podfondu Prémiové nemovitosti, neboť investoři měli masově stahovat prostředky ze strachu o stabilitu skupiny.

Celkové zadlužení a skutečná hodnota majetku skupiny přitom zůstávají podle médií nejasné. RSBC dlouhodobě nezveřejňovala konsolidované výsledky a na otázky novinářů ohledně dluhu a hodnoty majetku neodpovídala, což posiluje pocit části investorů, že byli při rozhodování o posledních půjčkách uvedeni v omyl.

Podezřelé vnitřní přeprodeje a „nafukování“ rozvahy

Podle serveru HlídacíPes.org mohla skupina nadhodnocovat svůj majetek. Server uvádí, že „skupina RSBC začala dělat to, co na trhu dělá řada dalších hráčů: Jedna firma ze skupiny něco koupí a následně to přeprodá do fondu založeného stejným holdingem, ovšem již za peníze investorů z fondu.“ Jako příklad se uvádí slovinská zbrojovka Arex, jejíž vlastnictví RSBC převedla do fondu kvalifikovaných investorů. Podle článku se objevily pochybnosti o ohodnocení. Hodnota, za kterou měla skupina firmu prodat do svého fondu financovaného investory, měla být podle kritiků několikanásobně nadhodnocená. Dále se uvádí, že některé nemovitosti či firmy byly „nakupovány“ jednou firmou skupiny a následně prodány do jiného fondu RSBC za cenu stanovenou skupinou, kterou někteří experti považují za potenciálně konfliktní nebo netransparentní.

Konflikt zájmů – provázanost s distributorskou sítí 4fin

Skupina 4fin Better Together (distributor finančních produktů) distribuovala investice do skupiny RSBC. Podle serveru HlídacíPes.org „u realitních fondů RSBC bylo veřejným tajemstvím, že uplácely poradce nesmyslnými provizemi“, které neměly být kryty poplatky klientů, ale prodejními cenami, za které RSBC prodávala nemovitosti do fondů. Broker Trust, který spolupracuje s finančně-poradenskou firmou 4fin Better Together,

měl uvést, že prověřuje, zda při nabízení produktů typu RSBC nedošlo k porušení pravidel vhodnosti pro klienty, a že uvažuje o změnách v kontrolních mechanismech. Pro 4fin jde o závažné reputační riziko, protože poradci měli být aktivně zapojeni do distribuce těchto produktů. Pokud by se prokázalo, že klientům nebyla adekvátně vysvětlena rizika, mohlo by to vést k právním, regulačním či smluvním následkům. Média připomínají, že 4fin byla v minulosti spojována i s distribucí produktů dalších problematických emitentů (například Fair Credit a Solek).

Server HlídacíPes.org, který odkazuje na text finsider.cz („Aristokratické účetní kejkle za miliardy“), dále uvádí, že na konci roku 2022 byla mezi pohledávkami RSBC vykázána „pohledávka za společností 4fin Better Together“ ve výši 88,99 mil. Kč. Článek zároveň uvádí, že dříve (v rámci propojených subjektů) měly být dluhy spojené se 4fin ještě vyšší, zhruba 145 mil. Kč. Tato provázanost je v médiích hodnocena jako významný konflikt zájmů.

Bauer Technics s.r.o. – nejasné transakce s ruskou vazbou

Bauer Technics s.r.o. je dceřiná firma skupiny RSBC a stavitel zemědělských farem v Rusku a Bělorusku. Společnost evidovala jako jedno z nejvýznamnějších aktiv pohledávku ve výši cca 186 mil. Kč vůči hongkongské společnosti Notos Management, jejímž majitelem má být ruský podnikatel pan R.S. Tato pohledávka měla představovat největší položku majetku zkrachovalé Bauer Technics, přičemž ji sama firma označila za nedobytnou. Vznik a převody této pohledávky mezi dceřinými společnostmi nebyly podle mediálních výstupů investorům uspokojivě vysvětleny a měly probíhat v době zhoršující se finanční situace skupiny.

Média popsala následující chronologii vzniku a převodů pohledávky:

- Když skupina RSBC v posledních letech nabízela investice do dluhopisů, směnek a fondů, byly pilířem jejích kampaní zbrojní akvizice, například rakouský podnik Steyr Arms.
- Ve stejné době měla skupina udržovat obchodní vztahy s hongkongskou firmou Notos Management řízenou podnikatelem panem R.S.
- Pan R.S. měl dlouhodobě pobývat v Číně, nyní podnikat ve Velké Británii, v minulém desetiletí měl se společníky podnikat i v ČR. Jedna firem založených panem R.S. měla mít mezi obchodními partnery i ruské loděnice opravující například vojenské ponorky.
- Pohledávku vůči hongkongské firmě Notos Management měla původně slovenská firma Bauer Technics Slovakia, která dříve rovněž patřila do RSBC.
- V květnu 2022 ji měla postoupit sesterské české společnosti Bauer Technics.
- Jen o dva měsíce později (v červenci 2022) měla firma Notos Management převzít vlastnictví slovenské Bauer Technics Slovakia, přestože tato společnost měla být v době převzetí ztrátová, bez tržeb a s vyššími dluhy, než byl její majetek.
- Přestože měly česká Bauer Technics a slovenská Bauer Technics Slovakia od července 2022 rozdílné vlastníky, spojoval je nadále stejný jednatel.
- Bývalý jednatel měl uvést, že „operace přišla od matky“ (RSBC). Jednatel pan M. k tomu podle médií sdělil: „Byla to operace, která přišla od matky. S celou záležitostí přišli kolegové z RSBC.“
- Smysl postoupení pohledávky i okolnosti převzetí slovenské entity ruským subjektem zůstaly podle médií nevysvětleny. Zároveň není zřejmé, proč nyní Bauer Technics označuje pohledávku vůči Notos Management za nedobytnou.

Podstatné je, že operace s pohledávkou i změna majitele Bauer Technics Slovakia se odehrály v době, kdy začala mít Bauer Technics vážné potíže. Podnik se zaměřoval na výstavbu živočišných farem, zejména v Rusku a Bělorusku, často pro státní podniky a státní finanční instituce. Ruská invaze na Ukrajinu měla Bauer Technics přimět východní trhy opustit a od té doby měla firma již jen kumulovat ztráty. Média současně uvádějí, že v Bělorusku a Rusku má RSBC stále dvě dceřiné společnosti.

2. Vstup státního zastupitelství do insolvenčního řízení

Pokud existuje podezření, že se úpadce dopustil trestné činnosti, a je proto nutné ochránit veřejný zájem, do insolvenčního řízení může vstoupit státní zastupitelství. I když se nemusí prokázat trestné jednání emitenta a jemu blízkých osob, je to varovný signál o tom, že s hospodařením emitenta nemuselo být vše v pořádku.

Z insolvenčního rejstříku vyplývá, že od roku 2017 vstoupilo státní zastupitelství do insolvenčních řízení 39 emitentů dluhopisů. V roce 2025 vstoupilo státní zastupitelství do následujících 8 insolvenčních řízení:

IČ	Název	Spisová značka	Datum vzniku	Datum vstupu st. zastupitelství	Rok první emise	Částka emise v Kč
3892239	Česká Whisky, s.r.o.	INS 2409/2025	16.03.2015	12.05.2025	2018	15 000 000
4721411	Nastav.it s.r.o.	INS 10939/2024	14.01.2016	04.02.2025	2019	100 000 000
6295177	Future Farming Venture s.r.o.	INS 10575/2024	26.07.2017	27.02.2025	2019	85 000 000
6890083	PREMIALIS s.r.o.	INS 10182/2025	22.02.2018	23.06.2025	2020	2 026 000 000
6894437	Future Farming Invest II. s.r.o.	INS 9004/2024	26.02.2018	26.02.2025	2020	50 000 000
9754032	KD Chemiko s.r.o.	INS 21997/2024	16.12.2020	05.02.2025	2021	25 000 000
9956255	GFF Asset s.r.o.	INS 9184/2024	24.02.2021	30.01.2025	2021	74 500 000
25778188	BOHEMIA HEALING MARIENBAD WATERS a.s.	INS 11437/2025	01.07.1999	05.09.2025	2017	740 000 000
Celkem						3 115 500 000

3. Žaloby svědčící o podezření z vyvádění majetku

Pokud ovládající osoby emitenta (dlužníka) vyváděly majetek ze společnosti a emitent skončil následně v úpadku, je možné toto zvýhodňující či poškozující jednání dlužníka v insolvenčním řízení postihnout prostřednictvím několika typů žalob. Tyto žaloby podává insolvenční správce jménem dlužníka a jejich cílem je buď navrátit neoprávněně odčerpaný majetek zpět do majetkové podstaty, nebo rozšířit odpovědnost za úpadek na osoby, které měly reálný vliv na řízení společnosti. Výskyt těchto žalob v insolvenčním řízení tak představuje jasný signál o tom, že v případech dotčených emitentů existovalo podezření na účelové snížení majetkové podstaty, a tedy i na poškození věřitelů. U osmi emitentů jsme identifikovali podání následujících typů žalob, které svědčí o podezření z vyvádění majetku nebo jiného poškozování věřitelů:

- **Odpůrčí žaloby (žaloby na neúčinnost):** Neúčinnými jsou právní jednání, kterými dlužník zkracuje možnost uspokojení věřitelů nebo zvýhodňuje některé věřitele na úkor jiných. Insolvenční správce dlužníka by měl v rámci prověřování účetnictví buď sám, nebo ve spolupráci se specializovanou forenzní společností takové úkony identifikovat a důkladně prošetřit. Po zjištění těchto potenciálně neúčinných úkonů insolvenční správce podává u insolvenčního soudu odpůrčí žaloby. Pokud insolvenční správce odpůrčí žaloby podal, je velmi pravděpodobné, že ze společnosti emitenta byl vyváděn majetek nebo byli poškozováni a zvýhodňováni věřitelé.
- **Žaloby na doplnění pasiv:** V případech, kdy osoby ve vedení emitenta porušily své zákonné povinnosti při úpadku a tímto porušením přispěly k úpadku společnosti (například nepřijaly včas opatření k odvrácení úpadku, pokračovaly v zadlužování nebo jinak jednaly v neprospěch věřitelů), může insolvenční správce navrhnout, aby soud rozhodl o jejich odpovědnosti za úhradu části dluhů až do výše rozdílu mezi souhrnem dluhů a hodnotou majetku dlužníka. Žaloby na doplnění pasiv směřují typicky proti statutárním orgánům nebo ovládajícím osobám, které se podílely na řízení společnosti v době jejího zadlužování. Skutečnost, že insolvenční správce podal tuto žalobu, může svědčit o tom, že řízení společnosti bylo vedeno neehospodárně nebo záměrně ke škodě věřitelů, případně ve prospěch úzké skupiny osob.
- **Žaloby na náhradu škody vůči statutárním orgánům:** Pokud statutární orgán porušil svou povinnost jednat s péčí řádného hospodáře a tím způsobil škodu společnosti nebo jejím věřitelům, může být za tuto škodu volán k odpovědnosti. Insolvenční správce v takovém případě podává žalobu na náhradu škody způsobené nesprávným výkonem funkce. I tyto žaloby bývají indikátorem toho, že vedení emitenta svým jednáním přispělo k úpadku, podílelo se na vyvádění majetku či zakrývání skutečného stavu emitenta.

Přehled emitentů dluhopisů v insolvenčním řízení, u kterých byly v období od 1. 1. 2025 do 31. 12. 2025 podány některé z výše uvedených žalob, je uveden v následující tabulce:

Název	IČO	Typ žaloby	Počet	Žalovaná částka v Kč ⁴⁷
PREMIOT obchodní, a.s.	06600204	Odpůrčí žaloba	54	902 820 211
Premiot Group, a.s.	04405030	Odpůrčí žaloba	46	452 441 816
PREMIOT realitní, a.s.	10865250	Odpůrčí žaloba	14	226 961 008
Profit&Prosper s.r.o.	06974180	Odpůrčí žaloba	73	150 647 543
Anodius CZ, s.r.o.	03153541	Odpůrčí žaloba	6	137 747 113
Jan Stuna & Co a.s.	28750977	Žaloba na doplnění pasiv	1	21 000 000
MELOUNKA s.r.o.	06305814	Odpůrčí žaloba	2	12 694 300
Real Value Invest s.r.o.	09110062	Odpůrčí žaloba	1	200 000
Celkem			197	1 904 511 992

Premiot Group, a.s., PREMIOT obchodní, a.s., a PREMIOT realitní, a.s.

Podle odpůrčích žalob z let 2024 a 2025 podaných insolvenčním správcem společností ze skupiny Premiot došlo k bankovním převodům v celkovém objemu přes 1,5 miliardy Kč, které insolvenční dlužníci realizovali ve prospěch subjektů z vlastního koncernu, osob blízkých nebo firem s personálním propojením a které byly odporovány pro některý ze zákonných důvodů. Konkrétně se jednalo o:

- Premiot Group, a.s.: celkem 46 odpůrčích žalob, odporovány bankovní převody ve výši 448 mil. Kč.
- Europa Investment Property CZ a.s. (dříve PREMIOT obchodní, a.s.): celkem 54 odpůrčích žalob, odporovány bankovní převody ve výši 903 mil. Kč.
- PREMIOT realitní, a.s. (dříve Development EIP a.s.): celkem 14 odpůrčích žalob, odporovány bankovní převody ve výši 226 mil. Kč.

Podle insolvenčního správce byly platby činěny bez přiměřeného protiplnění, v době, kdy byl dlužník v úpadku, nebo jako zvýhodňující právní jednání. Částky jednotlivých bankovních převodů byly od nižších stovek tisíc až po stovky milionů Kč.

Z odpůrčích žalob je patrné, že insolvenční správce neměl u žádného z dlužníků k dispozici účetnictví, když uvádí, že: „V průběhu insolvenčního řízení se insolvenčnímu správci, i v důsledku nedostatečné spolupráce na straně dlužníka, nepodařilo zjistit jakýkoli právní důvod dlužníkem provedených transakcí ve prospěch žalované (tj. osobě, které dlužník odeslal prostředky). Stejně tak se však (insolvenčnímu správci) nepodařilo zjistit, že by dlužník měl z provedených transakcí jakýkoli prospěch, nebo že by obdržel nějaké protiplnění, a to v jakékoli podobě.“

Profit & Prosper s.r.o.

Společnost Profit & Prosper s.r.o. působila jako investiční projekt založený na přijímání finančních prostředků od veřejnosti s příslibem pravidelného zhodnocení ve výši přibližně 1 % měsíčně. Její ekonomický model byl výrazně závislý na kontinuálním přísunu nových investorů, přičemž insolvenční správce výslovně poukazuje na prvky připomínající Ponzioho schéma – model, v němž jsou starší závazky hrazeny z prostředků nových investorů. Do insolvenčního řízení bylo přihlášeno 485 pohledávek v souhrnné výši přes 585 mil. Kč.

Insolvenční správce podal celkem 73 žalob v souhrnné hodnotě přes 150,7 mil. Kč. Z podaných žalob vyplývá, že dlužník byl objektivně v úpadku z důvodu předlužení nejpozději od 31. 12. 2022, přičemž v odporovaných jednáních pokračoval ještě po celý rok 2023 a na počátku roku 2024. Podle odpůrčích žalob realizoval dlužník v době před úpadkem i po úpadku řadu bankovních převodů zejména ve prospěch spřízněných osob, jejichž důsledkem bylo zkrácení majetkové podstaty nebo zvýhodnění vybraných věřitelů na úkor ostatních.

⁴⁷ Částky v eurech přepočteny kurzem dle ČNB k 31. 12. 2025: 24,245 CZK/EUR.

Z hlediska povahy napadených jednání lze odporované úkony rozdělit do šesti skupin:

- Bezduvodné převody finančních prostředků na účet jednatele / společníka v souhrnné výši 41,4 mil. Kč.
- Vyplácení nadstandardních provizí spřízněné osobě v souhrnné výši 25,9 mil. Kč.
- Platby spřízněným společnostem za fiktivní a předražené služby v souhrnné výši 20,6 mil. Kč.
- Dar spřízněné nadaci v souhrnné výši 11,8 mil. Kč.
- Zvýhodňující plnění některým investorům a zprostředkovatelům v souhrnné výši 48,8 mil. Kč.
- Postoupení pohledávky spřízněné společnosti bez protiplnění v souhrnné výši 2 mil. Kč.

Nejvýznamnějším odporovaným úkonem z hlediska hodnoty byly přímé převody finančních prostředků ve prospěch jednatele a zároveň společníka dlužníka. V období od dubna 2019 do ledna 2023 společnost převedla na jeho bankovní účty celkem 41,4 mil. Kč. Insolvenční správce nezjistil z účetní evidence pro tyto převody žádný právní důvod ani existenci jakéhokoli protiplnění. Účelem plateb podle správce mělo být vyvedení finančních prostředků z dispozice dlužníka. Převody byly prováděny opakovaně po dobu téměř čtyř let, a to i v době, kdy byl dlužník prokazatelně v úpadku. Insolvenční správce tyto platby kvalifikoval jako úmyslně zkracující jednání.

Insolvenční správce dále napadl vyplácení nadstandardních provizí obchodnímu manažerovi dlužníka, který byl zároveň členem jeho statutárního orgánu. Žaloba neuvádí procentuální výši vyplácených odměn. Provize byly vypláceny za zprostředkování nových investorů, avšak podle insolvenčního správce byla výše provize „naprosto neúměrná“. Žaloba však neuvádí procentuální výši provize. Celková hodnota takto vyplacených prostředků činila 25,9 mil. Kč. Skutečnost, že příjemcem byl člen statutárního orgánu dlužníka, který mohl přímo ovlivňovat podmínky, za nichž mu bylo plněno, představuje podle insolvenčního správce zřejmý střet zájmů a jednání kvalifikuje jako jednání bez přiměřeného protiplnění. Insolvenční správce dále upozornil, že ostatním „obchodníkům“, kterým měly být vypláceny nadstandardní odměny, tyto odměny vyplaceny nebyly, a ti tak přihlásili své pohledávky do insolvenčního řízení.

Třetí skupinu odporovaných úkonů tvoří platby dlužníka ve výši 20,6 mil. Kč ve prospěch personálně propojených právnických osob, u nichž insolvenční správce nezjistil reálný ekonomický obsah, případně bylo sjednané protiplnění zjevně neadekvátní. Jednalo se zejména o dlouhodobé vyplácení pravidelných částek v celkové výši 20 mil. Kč společnosti, kterou založila zaměstnankyně dlužníka, kterou správce považuje za personálně propojený subjekt s dlužníkem, což odpovídá vztahu uvnitř faktického koncernu. Jednatelka a zakladatelka této společnosti nejprve dlužníkovi fakturovala kancelářské služby a následně u něj působila jako zaměstnankyně v podřízené administrativní pozici. Přesto její společnost uzavřela s dlužníkem smlouvu o poskytování široce vymezených služeb korporátního, právního a daňového poradenství, marketingu, správy kanceláří či organizace služebních cest za fixní odměnu 400–500 tis. Kč měsíčně. Insolvenční správce zdůrazňuje, že jednatelka neměla odpovídající odbornou kvalifikaci a že specializované služby současně zajišťovali advokáti a daňoví poradci za nižší odměny, což podle něj zpochybňuje jak reálný rozsah, tak přiměřenost plnění. Podle správce tak šlo o vyvádění prostředků do spřízněné společnosti pod záminkou poradenských služeb, které buď nebyly poskytovány v deklarovaném rozsahu, nebo byly výrazně předražené. Jednání kvalifikuje jako úmyslně zkracující právní úkony, případně jako plnění bez přiměřeného protiplnění.

Vedle toho napadá správce i platby dalším spřízněným subjektům v řádech desítek až stovek tisíc Kč.

Dlužník daroval v období od července 2020 do roku 2023 finanční prostředky v souhrnné výši 11,8 mil. Kč spřízněné Nadaci VÝJIMEČNÍ. Nadaci založil sám dlužník notářským zápisem v roce 2020 a do jejích orgánů byli jmenováni tehdejší jednatel dlužníka, jeho manželka (a zaměstnankyně dlužníka) a další členové managementu či obchodní zástupci společnosti. Podle insolvenčního správce tak nešlo o nezávislou dobročinnou instituci, ale o entitu personálně ovládanou stejným okruhem osob. Insolvenční správce napadá uskutečněné dary jako úkony bez přiměřeného protiplnění realizované v době, kdy dlužník nebyl schopen plnit své závazky vůči investorům, a jejichž jediným důsledkem bylo snížení majetkové podstaty na úkor věřitelů.

Nejpočetnější skupinu odporovaných úkonů tvoří zvýhodňující plnění ve prospěch konkrétních věřitelů dlužníka, zahrnující celkem přes 40 samostatných žalob v souhrnné hodnotě přesahující 48 mil. Kč. Příjemci těchto plateb byly tři odlišné skupiny věřitelů: investoři, zprostředkovatelé („tipaři“) a jiné třetí strany.

- Některým investorům dlužník v době úpadku vyplácel jistiny nebo části vkladů v souhrnné výši přes 25,9 mil. Kč. Míra uspokojení žalovaných investorů se pohybovala zpravidla mezi 70 a 100 % jejich pohledávky, tedy výrazně nad úrovní cca 29,8 %, které by se jim dostalo v konkurzu. Zajímavostí je, že jeden z investorů, který byl zároveň zprostředkovatelem dlužníka, obdržel dokonce více než 100 % svého vkladu, tedy obdržel částku i se zhodnocením.
- Zprostředkovatelé či tzv. „tipaři“, tedy fyzické i právnické osoby, které pro dlužníka získávaly nové investory na základě rámcových smluv o dodání kontaktů nebo o zprostředkování, obdrželi od dlužníka v době úpadku odměny v souhrnné výši přes 19,4 mil. Kč.
- Zbývající část zvýhodňujících plateb ve výši 3,4 mil. Kč představují platby ostatním dodavatelům dlužníka – zejména za účetní, právní a manažerské služby – provedené v době, kdy se dlužník nacházel v úpadku, čímž tito dodavatelé obdrželi plné uspokojení svých pohledávek na úkor ostatních věřitelů.

Posledním typem odporovaného úkonu bylo postoupení pohledávky ve výši 2 mil. Kč za spřízněnou společností na jinou spřízněnou společnost, aniž by dlužník získal jakékoli protiplnění. Pohledávka vznikla z titulu smlouvy o úvěru a postoupení bylo realizováno těsně před zahájením insolvenčního řízení v době, kdy dlužník evidoval nesplacené pohledávky věřitelů. Jednání je napadáno jako úmyslně zkracující úkon i úkon bez přiměřeného protiplnění. Insolvenční správce se domáhá určení neúčinnosti smlouvy o postoupení pohledávky a vydání pohledávky zpět do majetkové podstaty.

Z odpůrčích žalob dále vyplývá, že účetní evidence dlužníka neodpovídala skutečné likvidní situaci podniku, jelikož část vykazovaných aktiv měla omezenou či spornou dobytost a reálné peněžní zůstatky byly podstatně nižší, než vyplývalo z účetních výkazů.

Nad rámec jednání napadených odpůrčími žalobami se dlužník dopustil rovněž nakládání s majetkovou podstatou po zahájení insolvenčního řízení.⁴⁸ V průběhu insolvenčního řízení se dlužník prostřednictvím svého nového jednatele pokusil bez vědomí věřitelů prodat jednu z nemovitostí, které představovaly jediný zjištěný majetek společnosti (pořízeny za 39 mil. Kč). Právní zástupci věřitelů podali návrh na předběžné opatření, kterému soud vyhověl, a policie následně všechny nemovitosti zajistila. Nový jednatel byl navíc v době výkonu funkce sám v osobní insolvenci, přičemž insolvenčnímu soudu sdělil, že je nemajetný invalidní důchodce závislý na podpoře svých dětí.

Anodius CZ, s.r.o.

Společnost Anodius CZ, s.r.o., působila jako IT konzultační a implementační společnost. Insolvenční správce podal celkem šest odpůrčích žalob v souhrnné hodnotě přibližně 140 mil. Kč.

Žaloby se týkaly čtyř skupin právních jednání:

- Bankovní převody a započtení ve prospěch spřízněných slovenských společností ovládaných jednatelem dlužníka ve výši přibližně 124,9 mil. Kč.
- Postoupení pohledávky ve výši 13,3 mil. Kč jedinému kyperskému společníkovi dlužníka bez protiplnění.
- Postoupení souboru pohledávek s účelově sjednaným započtením (bez vyčíslení hodnoty).
- Zvýhodňující bankovní převody třetím stranám v době úpadku ve výši 0,5 mil. Kč.

Z odpůrčích žalob vyplývá, že dlužník převedl ve prospěch spřízněné slovenské společnosti celkem 3 251 094 eur, aniž by za tyto převody obdržel jakékoli protiplnění. Důvod plateb se insolvenčnímu správci nepodařilo zjistit. Vedle bankovních převodů uzavřel dlužník s touto společností také tři dohody o započtení pohledávek v souhrnné výši 1,2 mil. eur. Těmito zápočty byly plně uspokojeny pohledávky společnosti vyplývající ze smlouvy o tichém společenství, a zápočty tak mohly představovat zvýhodňující právní jednání.

⁴⁸ <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/ekonomika-firmy-police-zajistila-nemovitosti-firme-z-niz-investori-marne-doluji-penize-249917>

Dlužník dále převedl ve prospěch další spřízněné slovenské společnosti celkem 350,5 tis. eur, opět bez zjištěného právního důvodu či protiplnění. Dlužník uzavřel se společností dohodu o započtení pohledávek ve výši 309 tis. eur z titulu smlouvy o tichém společenství, čímž byly pohledávky této společnosti uspokojeny v plné výši. Stejně jako v případě výše popsaných transakcí s jinou spřízněnou společností je i toto započtení napadáno jako zvýhodňující a zároveň úmyslně zkracující právní jednání.

Dlužník dále postoupil pohledávku ve výši 549 tis. eur ve prospěch kyperské holdingové společnosti, která byla dlužníkovým jediným společníkem se sídlem na Kypru. Smlouva o postoupení byla uzavřena v prosinci 2022 s kupní cenou splatnou do prosince 2024. Kupní cena nebyla uhrazena ani zčásti, a k postoupení pohledávky proto došlo bez jakéhokoli protiplnění.

Dlužník dále postoupil soubor pohledávek z titulu subdodavatelské smlouvy ve prospěch jiné společnosti. Nominální výše pohledávek není v žalobě jednoznačně vyčíslena. Smlouva o postoupení byla uzavřena v době, kdy byl dlužník již prokazatelně v úpadku. Kupní cena za postoupení byla sjednána jako 30 % nominální hodnoty pohledávek splatná okamžitě a zbývajících 70 % podmíněně po inkasu pohledávek. Smlouva o postoupení přitom od počátku předpokládala, že tato společnost kupní cenu uhradí započtením svých pohledávek z titulu dohody o narovnání, k čemuž také skutečně došlo. Dlužník tak za postoupení pohledávek neobdržel žádné reálné protiplnění a společnost se prostřednictvím započtení dostala do výhodnějšího postavení oproti ostatním věřitelům v insolvenčním řízení.

Jan Stuna & Co a.s.

Společnost Jan Stuna & Co a.s. své podnikání financovala kombinací emisí dluhopisů a přijímaných zápůjček od třetích osob. Dluhopisy emitované od roku 2018 s výnosem 7,2 % p. a. dosáhly do konce roku 2020 objemu přes 32 mil. Kč. Úpadek společnosti byl zjištěn v prosinci 2022. Do insolvenčního řízení byly přihlášeny pohledávky ve výši přes 43 mil. Kč, přičemž zjištěný majetek dlužníka dosahoval nanejvýš 22 mil. Kč.

Insolvenční správce podal odpůřčí žaloby v souhrnné výši přes 20 mil. Kč, jimiž napadl prodej akcií spřízněné společnosti hluboko pod jejich nominální hodnotou, přímé převody finančních prostředků na účty členů statutárního orgánu bez doloženého protiplnění, platby spřízněné společnosti a finanční výpomoci propojeným společnostem.

Insolvenční správce podal navíc žalobu na doplnění pasiv dle § 66 ZOK, kterou se domáhá, aby soud uložil čtyřem členům a bývalým členům statutárního orgánu povinnost poskytnout do majetkové podstaty dlužníka plnění ve výši 21 mil. Kč představující rozdíl mezi souhrnem dluhů a hodnotou majetku dlužníka. Insolvenční správce dovozuje že žalovaní porušili své povinnosti péče řádného hospodáře jednáním, které lze rozdělit do následujících tří okruhů:

- Systematické převádění finančních prostředků na propojené společnosti a nevymáhání pohledávek v celkové výši přes 13,9 mil. Kč, a to i přes jejich prokazatelně špatnou finanční situaci.
- Poskytování plnění spřízněným ruským společnostem bez řádného zajištění a vymáhání pohledávek ve výši 9,2 mil. Kč.
- Nevedení řádného účetnictví, které znemožnilo pokračující zadlužování a znemožnilo třetím osobám vyhodnotit skutečnou finanční situaci při nákupu dluhopisů a poskytování půjček.

Prvním okruhem bylo systematické převádění finančních prostředků na propojené společnosti v celkové výši přes 13,9 mil. Kč, a to i přes jejich prokazatelně špatnou finanční situaci. Na základě čtyř dohod o finanční výpomoci dlužník poskytl spřízněné společnosti H. finanční prostředky ve výši přes 10,9 mil. Kč. Jediným akcionářem H. byl sám dlužník a její statutární orgán ovládala ovládající osoba dlužníka. Poskytnuté prostředky nebyly zajištěny ani vymáhány a pohledávka nebyla ani přihlášena do insolvenčního řízení společnosti H., do nějž bylo přihlášeno 231 věřitelů s pohledávkami přes 155 mil. Kč. Obdobně dlužník poskytl propojené společnosti M. finanční prostředky ve výši přes 3 mil. Kč. Část dluhu byla fiktivně vyrovnána emisí dluhopisů společnosti M., jejichž reálná hodnota neodpovídala emisnímu kurzu a které nebyly splaceny. Ani tato pohledávka nebyla do insolvenčního řízení M. přihlášena, přestože do tohoto řízení bylo přihlášeno 102 věřitelů s pohledávkami přes 111 mil. Kč.

Druhým okruhem bylo poskytování plnění zahraničním společnostem bez řádného zajištění pohledávek. Dlužník dodával zboží ruské společnosti, v níž figuroval člen dozorčího orgánu dlužníka zároveň jako statutární orgán a společník, v celkové hodnotě přes 8,1 mil. Kč, přičemž uhrazeno bylo pouze 1,6 mil. Kč. Plnění bylo poskytováno i v době, kdy předchozí pohledávky za touto společností nebyly hrazeny, a to za probíhajícího válečného konfliktu a za podmínek unijních sankcí vůči Ruské federaci. Dlužník dále poskytl plnění jiné ruské společnosti v hodnotě přes 2,7 mil. Kč, přestože na tuto společnost byl podán insolvenční návrh ještě před uzavřením smlouvy. Ani jedna z pohledávek nebyla zajištěna, vymáhána ani přihlášena do příslušných insolvenčních řízení.

Třetím okruhem bylo nevedení řádného účetnictví. Účetnictví dlužníka neodpovídalo reálnému stavu, když na straně pasiv nebyly zachyceny kompletní závazky, zejména ze zápůjček. Podle přihlášek věřitelů do insolvenčního řízení byla celková výše těchto nevykázaných závazků dlužníka více než 10 mil. Kč, zatímco v rozvaze byly ostatní závazky vykazovány ve výši pouhých 3,9 mil. Kč. Dlužník rovněž nezveřejnil poslední účetní závěrku. Vedením účetnictví přitom dlužník pověřil spřízněnou společnost, které zároveň poskytoval finanční výpomoc. Zkreslené účetnictví podle insolvenčního správce umožnilo pokračující zadlužování dlužníka a znemožnilo třetím osobám vyhodnotit jeho skutečnou finanční situaci při nákupu dluhopisů či poskytování zápůjček.

MELOUNKA s.r.o.

Společnost MELOUNKA s.r.o. vydala v roce 2019 dluhopisy v objemu 38,1 mil. Kč za účelem financování developerského projektu. Projekt však nikdy nebyl realizován. Dlužník sice nakoupil pozemky, potřebná povolení k výstavbě však nezískal. Úpadek dlužníka byl zjištěn v dubnu roku 2024 a do insolvenčního řízení bylo přihlášeno pohledávek v celkové výši přes 105 mil. Kč.

Insolvenční správce podal v roce 2025 dvě odpůrčí žaloby v souhrnné výši přes 12,7 mil. Kč.

Podle podaných odpůrčích žalob v období od září 2018 do listopadu 2022 provedla jediná jednatelka dlužníka (která byla zároveň jediným společníkem) celkem 210 výběrů finančních prostředků z bankovního účtu dlužníka v souhrnné výši 12,6 mil. Kč. Insolvenční správce tyto výběry kvalifikuje jako darování finančních prostředků jednatelce dlužnice, tedy jako úmyslně zkracující právní úkony. V paralelním řízení o vydání bezdůvodného obohacení jednatelka tvrdí, že výběry prováděla jménem dlužníka, nikoli pro vlastní potřebu. Dále měl dlužník uskutečnit prodej osobního automobilu spřízněné společnosti za symbolickou kupní cenu 3 000 Kč, přestože jej dlužník o tři roky dříve pořídil za 89 000 Kč. Kupující společnost přitom ovládá stejná osoba jako dlužníka.

DOPORUČENÍ PRO VĚŘITELE A INVESTORY Z POHLEDU FORENZNÍCH VYŠETŘOVATELŮ A RIZIKOVÉ INDIKÁTORY

Doporučení pro věřitele a investory

Na základě našich zkušeností s prověřováním třetích stran a využitím zajímavých tipů z veřejných zdrojů⁴⁹ a institucí⁵⁰ jsme sestavili následující přehled aktivit, které by měl uskutečnit každý investor, který zamýšlí investovat do rizikových dluhopisů:

Prověření společnosti emitenta

- Kontakty emitenta a dostupné informace, které emitent zveřejňuje (posoudit lokaci sídla emitenta, zda zveřejňuje kontaktní informace, zda má internetové stránky, zda vlastní doménu, na které jsou e-mailové adresy, ověření, kolik e-mailových adres je dohledatelných pro danou doménu).
- Prověření podnikatelské činnosti emitenta – informace o podnikání emitenta v minulosti, reference a odkazy na zrealizované zakázky ve veřejných zdrojích, posouzení, zda je emitent na trhu zaveden a zda je důvěryhodnou společností (má emitent již vytvořený produkt nebo službu, má pro ni zákazníky, kteří si ji koupili, shoduje se činnost podle živnostenského oprávnění činnosti emitenta s propagovaným oborem činnosti, má v tomto oboru emitent jakékoli zkušenosti?).
- Založení emitenta zakladatelem ready-made společností – získat informace o tom, zda jde o zavedenou společnost nebo nově založenou právnickou osobu, případně o tzv. spící společnost, která je sice již několik let zapsaná v obchodním rejstříku, ale „čekala“ na prodej.
- Ověření, která právnická osoba je emitentem – posouzení, zda se nejedná o nově založenou účelovou společnost, která má shodné nebo velmi podobné jméno jako již existující subjekt, rovněž ovládaný stejnými osobami.
- Věk emitenta – jak dlouho společnost existuje (zároveň je ale nutné posoudit, jak dlouho emitent skutečně poskytuje své služby nebo produkty a jak dlouho podniká, tj. zda sice není společnost „stará“, ale to pouze proto, že došlo k pořízení spící společnosti od ready-made poskytovatelů). Pokud emitent vznikl pouze 1 až 3 roky před emisí, a neexistují další informace o jeho podnikání, může to být účelová společnost založená pouze pro účely emise.
- Vazby emitenta na jiné společnosti, které rovněž emitovaly dluhopisy a u kterých hrozí riziko jejich nesplacení, případně již nesplácejí.
- Finanční informace o emitentovi – posouzení a identifikace možných finančních rizik poukazujících na špatné finanční zdraví emitenta, hrozbu úpadku či ztrátového hospodaření. Například klesající tržby, záporný cash-flow, významné zadlužení mohou indikovat finanční problémy.
- Jak vysoké je zadlužení emitenta, vlastní kapitál, obrat, struktura aktiv apod. Byl emitent v minulosti schopen vyprodukovat nějaký zisk a jak se mu daří v době vydání dluhopisů?
- Finanční problémy, které by indikovaly výskyt zápisů v rejstříku exekucí, nebo předchozí podaný insolvenční návrh, nebo exekuce na podíl vlastníků emitenta.
- Zda neovládá či není ovládán jinými osobami, které byly v insolvenci nebo měly finanční problémy.
- Pokud jsou jiné společnosti v oboru financovány bankovními úvěry, ale emitent dosáhl pouze na finanční prostředky prodejem vysoko úročených dluhopisů, poukazuje to na pravděpodobnou neochotu finančních institucí financovat emitenta kvůli vysokému riziku defaultu.
- Porovnání informací poskytnutých investorům s jinými zdroji informací – například porovnání finančních údajů o hospodaření emitenta s finančními výkazy, které jsou publikovány ve sbírce listin.
- Zjištění ratingu emitenta – nezávislé ratingové agentury na základě podrobné analýzy rizikovosti dlužníka stanoví rating, který vyjadřuje pravděpodobnost, že dlužník své závazky splatí. Pokud rating nebyl stanoven, jedná se o zvýšené riziko.

⁴⁹ <https://www.lp-life.cz/jsou-vyhodne-dluhopisy-opravdu-take-bezpecne>

⁵⁰ https://www.cnb.cz/cs/spotrebitel/ochrana_spotrebitel/desatero_investor_podnik_dluhopisy.html

- Má emitent nějaké zaměstnance – posouzení, zda jsou dohledatelné informace o zaměstnancích (například na ARES, v příloze k finančním výkazům nebo v položce mzdy ve finančních výkazech). V případě, že zaměstnance nemá a investiční projekt zaměstnance vyžaduje, jedná se o vysoké riziko.
- Transparentnost emitenta – je možné získat informace o emitentovi z pohledu jeho historie, referencí, obchodních aktivit, finančních výsledků, které by umožnily vyhodnotit reputaci, integritu, finanční situaci a udržitelnost podnikání emitenta. Uveřejňuje emitent v obchodním rejstříku rozvahy a výsledovky nebo je předložil pouze za účelem vydání dluhopisů vybraným investorům?
- Účetní společnost a audit finančních výkazů – jaká entita vytvářela účetní závěrky emitenta a byly auditovány? Jsou tyto účetní a auditorské společnosti důvěryhodné?
- Posouzení, zda se emitent zaštiťuje „schválením“ emise ze strany ČNB – ta není ze zákona oprávněna při emisi dluhopisů prověřovat bonitu jejich emitenta. Pokud to emitent tvrdí a zakládá důvěryhodnost na tzv. souhlasu ČNB, jedná se o příznak možného vysokého rizika nesplacení.
- Vazby emitenta na zprostředkovatele a distribuční kanály, které propagují a prodávají dluhopisy emitenta – pokud se jedná o skrytě propojené společnosti, je zde vysoké riziko, že zveřejněné marketingové informace o emitentovi a jeho emisích mohou být zkreslené.
- Indicie o problematice minulosti emitenta v médiích (zmínky o skandálech, kauzách, nekalém a neetickém jednání). Posouzení, v jakém kontextu se píše o emitentovi a v jakém čase, jakými novináři a v jakých médiích. Zejména je důležité rozlišit a identifikovat, zda pozitivní články o emitentovi nejsou pouze profesionálně zpracované PR za účelem vytvoření pocitu známosti a důvěry ve veřejném prostoru v čase emise. Fakt, že zakladatele, službu nebo značku známe, neříká totiž vůbec nic o kvalitě jejího investičního nástroje. Zpravidla se totiž jedná jen o promyšlené PR, které má jediný účel – podpořit právě další prodej jejich dluhopisů.
- Výpočet rizikovosti podle kalkulačky Scorecard podnikových dluhopisů vydané MinFin – podle těchto faktorů MinFin rozlišuje pět kategorií emitentů (bez ratingu) podle rizikovosti investice do jejich dluhopisů. Podle vypočtených hodnot posoudit rizikovost emitenta a investice.

Prověření fyzických osob ovládajících právnickou osobu emitenta:

- Zveřejněná adresa a kontakty osob (například pokud neexistují žádné kontakty na osoby, jejich adresa je adresou na městském úřadě, místě, kde sídlí další stovky jiných společností či osob, nebo v odlehlých místech jako zřícenina v polích nebo zahrádkářská kolonie).
- Informace o podnikání v minulosti (je emitent první, nově založenou společností, ve které ovládající osoba působí, nebo má již zkušenosti s podnikáním v jiných společnostech).
- Finanční informace o ovládající osobě (má finanční problémy, které by indikovaly výskyt zápisů v rejstříku exekucí, osobní insolvence nebo působila ve firmách, které skončily v konkurzu, vlastní tato osoba nějaké nemovitosti).
- Indicie o působení v jiných společnostech, které rovněž emitovaly dluhopisy a u kterých hrozí riziko jejich nesplacení, případně již nesplácejí.
- Vazby ovládající osoby na osoby, které působí v distribučních kanálech, které propagují a prodávají dluhopisy emitenta (například propojení na osoby z internetových tržišť a internetových stránek zaměřených na prodej dluhopisů).
- Indicie o problematice minulosti cílových osob dříve v médiích (zmínky o skandálech, kauzách, nekalém a neetickém jednání osob).
- Posouzení transparentnosti osoby a dostupnosti informací o její historii a jejím podnikání (je možné najít vůbec nějaké informace o osobě?).

Prověření emise

- Identifikace rizika v emisních podmínkách – emitent může vydat dluhopis, pouze pokud nejpozději v den emise zveřejní emisní podmínky. V nich jsou základní informace o emitentovi a podmínkách emise dluhopisů, tj. podmínkách půjčení prostředků a jejich vrácení. Mezi rizikové podmínky patří například:
- Ověření likvidity dluhopisů – jak rychle a za jakých dalších podmínek je bude možné v budoucnosti prodat, případně zda emitent neumožňuje splacení dluhopisů předčasně.
- Ověření snížení výnosnosti dluhopisů – například když emitent stanovil výjimky ve výplatě pravidelných kuponů.
- Ověření pořadí věřitele – když jsou dluhopisy podřízeným dluhem, pořadí uspokojení pohledávek držitelů dluhopisů v případě konkurzu emitenta je na posledním místě.
- Prověření reálnosti účelu využití investice v prospektu dluhopisové emise – prospekt je základní informační dokument vytvořený pro investory. Měl by být schválen Českou národní bankou.
- Z materiálu by mělo být zřejmé, proč chce emitent prostředky získat a jak je plánuje využít. Pokud emitent není transparentní a neposkytuje informace, a proto není možné byznys model a jeho funkčnost ověřit, jedná se o významný rizikový indikátor.
- Pokud je účelem refinancování již vydaného dluhopisu s menší emitovanou částkou, a to zejména před jeho splatností, jedná se o rizikový příznak, který poukazuje na neschopnost emitenta splatit nominál původní emise svým věřitelům a oddálit tak její splacení v čase.
- Ověření podmínek předčasného splacení a posouzení, jaké práva a možnosti má investor a jaké emitent.
- Ověření covenantů v emisních podmínkách, zejména ve vztahu k výplatě dividendy emitenta, nebo jeho dalšího zadlužování.
- Ověření, zda emise má přidělené číslo ISIN a její registrace dluhopisu u Centrálního depozitáře cenných papírů – dluhopis musí mít přidělenou identifikaci příslušné emise, tzv. číslo ISIN. Podle tohoto čísla je následně možné dohledat základní informace o dluhopisu.
- Ověření podoby dluhopisu, tj. zda je vydáván jako listinný nebo zaknihovaný či imobilizovaný cenný papír. V případě zaknihovaných a imobilizovaných dluhopisů vstupuje mezi emitenta a vlastníka dluhopisů regulovaný subjekt, jako je Centrální depozitář cenných papírů, který je povinen provádět kontroly emitentů z hlediska legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu. Provádění zesílených kontrol v případě neobvyklosti účelu či jiných rizikových faktorů může nepoctivě emitenty odrazovat. Současně jsou nestranně, třetím subjektem mimo sféru emitenta, evidovány a uchovávány údaje o vlastních dluhopisů a o transakcích s nimi.
- Ověření, zda existuje prohlášení o zajištění dluhopisu – posouzení osoby poskytující zajištění splacení dluhopisu –, zda se jedná o samotného emitenta nebo třetí osobu (např. banka). Ověřte, zda je tato osoba spřízněna s emitentem. Pokud ano nebo pokud je zajištěn dluhopis pouze emitentem, dluhopis fakticky zajištěný není.
- Posouzení reálnosti nabízené nepřiměřeně vysoké úrokové sazby – s rostoucí výší úroku roste rovněž míra rizika. Významně vysoký úrok může signalizovat nejen vysokou míru rizika, ale rovněž potenciální podvodný záměr, vzhledem k tomu, že takováto návratnost investice může být velmi nepravděpodobná. Vhodné je důkladně se zamyslet nad významem dvou přísloví: „There ain't no such thing as a free lunch“ (oběd zadarmo neexistuje) a „Too good to be true“ (příliš dobré na to, aby to bylo skutečné).
- Posouzení garance budoucích výnosů – pokud emitent (nebo třetí strana pro emitenta) slibuje v souvislosti s investováním do dluhopisů jakoukoli garanci budoucích výnosů, jedná se o nesplnitelný slib, před kterým by měl investor zpozornět.

Prověření prodejce emise

- Stejně jako v předchozích odstavcích je vhodné rovněž prověřit pozadí, důvěryhodnost, vazby a integritu prodejců dluhopisů.
- Zjistit, jaké produkty a služby může prodejce poskytovat a zda je držitelem potřebných licencí a povolení.
- Posouzení PR a marketingových aktivit prodejce a prodejních kanálů v médiích.
- Posouzení, jakým prodejním kanálem je dluhopis prodáván – prodej dluhopisu přes zavedenou společnost z investičního prostředí je méně rizikový než prodej přes internetové tržiště, které deklaruje, že za prodej nenese žádnou odpovědnost.
- Posouzení způsobu prodeje dluhopisu – dluhopisy s agresivním telemarketingem nebo tlakem na rychlé rozhodnutí jsou rizikové.

Posouzení interní situace a rozhodování o investici

- Do dluhopisů neinvestujte veškeré své finanční prostředky. Vždy si ponechte takovou finanční rezervu, která vám případný výpadek příjmů dokáže pokrýt minimálně na dalšího půl roku.
- Diverzifikujte své portfolio – omezte riziko vytvořením diverzifikovaného portfolio, tj. nekládejte všechny své prostředky či jejich převážnou většinu do jedné investice. Dospějete-li k závěru, že skutečně chcete vložit své peníze do dluhopisu, investujte pouze malou část svých prostředků. Snížíte tak riziko, že vás případná ztráta připraví o všechno.
- Pokud jste identifikovali několik indicií zvýšeného rizika, rozhodněte se raději pro konzervativnější způsob uložení volných prostředků.
- Každá investice by měla být uskutečněna po zralé úvaze, a to pouze tehdy, pokud investor porozuměl všem rizikům, která s sebou transakce či investice přináší, a je ochoten je akceptovat.
- Nerozhodujte o investici pod vlivem alkoholu nebo omamných látek.
- Berte na vědomí, že investice do podnikových dluhopisů není pojištěna – v případě nesplacení jistiny či úroků (kuponů) se nelze obracet na garanční systém finančního trhu.
- Vyhodnoťte, zda je daná investice právě pro vás vhodná – před učiněním investičního rozhodnutí vždy pečlivě zvažte, zda máte dostatek informací, abyste vhodnost investice mohli kvalifikovaně posoudit.
- Berte na vědomí, že minulé vysoké vyplacené výnosy negarantují jejich výplatu do budoucnosti.
- Jsou-li výsledky natolik úchvatné, že se nezdají být pravdivé, pak v realu půjde o podvod. Vysoký výnos není bez rizika v normálním světě možný, případně je velmi raritní.
- Prezence emitenta v médiích má na skutečnost schopnosti budoucích výplat pramalý vliv. Frekvence výskytu v médiích nezvyšuje skutečnou důvěryhodnost emitenta, jde pouze o PR.
- Vzdělávejte se v oblasti investic, očekávaných a reálně dosažitelných výnosů, o kapitálovém trhu a o podnikových financích.
- Nejde jen o nevyplacený kupon – pokud se emitent dluhopisů dostane do finančních problémů, může dojít nejen k nevyplacení kuponů, ale i k nesplacení investované částky (jistiny).
- Vyplňte investiční dotazník, který je s emisí dluhopisů spojen – z odpovědí a z obsahu dokumentu zjistíte informace o svém postoji k rizikovitosti celé investice.

Rizikové indikátory

Emitenti dluhopisů často lákají investory na vysoký výnos, který dosahoval až 14 % ročně. Pro obvyčejného investora je ale velmi těžké ocenit míru rizika souvisejícího s takovým výnosem. Tito investoři neumějí náležitě posoudit ekonomickou situaci firmy a často pro správné vyhodnocení nemají ani dostatek informací. Případně se nechají přesvědčit deklarovaným ručením, že prodejce má schválený prospekt Českou národní bankou nebo že je splacení emise zaručeno třetí stranou. Kromě povinnosti získání ISIN a registrace v Centrálním depozitáři cenných papírů⁵¹ však ani novela zákona o dluhopisech z roku 2020 nezavedla v oblasti podlimitních emisí žádné dodatečné dohledové povinnosti ČNB.

Investorům by pro rozpoznávání indicií vysoce rizikových dluhopisů pomohlo sledovat výskyt následujících indikátorů rizika:

- Příliš vysoká slibovaná úroková sazba – může se pohybovat až kolem deseti procent. Velmi vysoký výnos nemusí hned znamenat nutně podvod, může pouze odrážet vysokou rizikovost investice. Na výnos je třeba ale nahlížet podle obecně známého pravidla: Čím vyšší je výnos, tím vyšší je riziko. Na finančním trhu je riziko investování velmi vysoké. Hranici, na níž je úrokový výnos až podezřele vysoký, ale musí posoudit každý investor sám (viz například nedávno medializovanou podvodnou investiční firmu Growing Way nabízející výnos 30 % p. a.). V posledních letech však dochází vysokému počtu úpadků u emitentů, kteří nabízeli průměrné či dokonce podprůměrné sazby, a naopak se prezentovali tím, že „neslibují zázračné zhodnocení“.
- Ztrátové hospodaření emitenta – ztrátové hospodaření, malý obrat, vysoké závazky by měly indikovat ne příliš úspěšné podnikatelské schopnosti emitenta.
- Krátká doba existence emitenta – nově založené společnosti si implicitně nesou prizma rizikovější investice z důvodu nového nezaběhnutého byznysu bez zákazníků, bez trhu, s neověřeným či nesmyslným produktem a podobně. Je dobré mít na mysli obecně platné pravidlo, že do pěti let zkrachují až čtyři pětiny nových firem.
- Neschválení prospektu ČNB – i když to samo o sobě není důkazem o garanci bezpečné investice, vytvoření a schválení prospektu činí dluhopis o něco méně rizikovější než dluhopis bez prospektu.
- Nezveřejněný prospekt emitenta a pokuta od ČNB – v minulosti ČNB uložila několik pokut za veřejnou nabídku dluhopisů bez uveřejnění prospektu cenného papíru. Například nejvyšší z nich byly uloženy společností DRFG a.s. (5 mil. Kč) a SMART Capital, a.s. (1 mil. Kč).⁵²
- Cíleně zavádějící informace navozující dojem garance výnosů a zdůrazňování schválení emise ČNB – pokud emitent příliš zdůrazňuje, že prospekt byl schválen ČNB (ve skutečnosti jde pouze o formální schválení), čímž budí dojem, že se jedná o bezpečnou investici schválenou ČNB.
- Nesmyslnost investičního záměru – projekt, do kterého se chystá emitent investovat, nedává obchodní smysl.
- Absence nebo vágní popis účelu vydání dluhopisů – nedostatečný popis účelu vydání dluhopisů, rizikem je příliš málo informací o tom, co udělá emitent s penězi za vydané dluhopisy, případně úplná absence finančního plánu.⁵³
- Netransparentnost emitenta – pokud emitent neposkytuje úplné, smysluplné, kvalitní či dostatečně podrobné informace o projektu, o svém hospodaření či o osobách ovládajících emitenta (například neexistence nebo nezveřejnění finančních výkazů emitenta).
- Nízká integrita a negativní pověst osob ovládajících emitenta – investor by měl prověřovat nejen právnickou osobu emitenta, ale rovněž důkladně prověřit osoby stojící za společností, případně osoby, které se vyskytují v její blízkosti. Jakékoli zmínky o neetickém, nekalém či rizikovém jednání by měly být pro investora stopkou v dalším zvažování investice.

⁵² https://www.cnb.cz/cnb/vyrocní_zpráva_2020

⁵³ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozornen237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>

- Nedůvěryhodný prodejce, případně nedůvěryhodný prodejní kanál – nabídka dluhopisů přes internetové tržiště nebo neznámé „investiční“ zprostředkovatele, případně MLM síť jsou rizikovým faktorem.
- Nezkušený management emitenta – nízký věk managementu emitenta, bez zkušeností v oblasti, do které se chystá emitent investovat, případně malé zkušenosti s řízením obchodních společností.
- Prodejní proces zajišťuje subjekt mimo investiční poradenství⁵⁴ – nezkušený prodejce, bez licence k poskytování investičního zprostředkování, ale také jeho zkušenosti, reputaci a reference.
- Nízká likvidita dluhopisů – investor může být některými podmínkami stanovenými emitentem částečně omezen rychle a bezproblémově prodat dluhopis.
- Rating investice na některých internetových tržištích a prodejních kanálech – v případě rizikových dluhopisů tento rating v naprosté většině případů buď chybí, nebo je vymyšlený. Příliš vysoký rating může být indicií možné manipulace s cílem prodeje dluhopisu za každou cenu.
- Další faktory⁵⁵, jako jsou například agresivní marketing prodejce a emitenta, poskytování nesmyslných garancí, rizikové parametry na základě finanční analýzy (například vysoká zadluženost firmy vůči kapitálu), malý objem emise, vydání dluhopisů fyzickou osobou.

⁵⁴ <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/upozornen237-akat-na-aktu225ln237-nesvary-na-kapit225lov233m-trhu>

⁵⁵ <https://www.kurzy.cz/zpravy/562719-kolik-krve-potece-na-trhu-s-prasivymi-dluhopisy/>



Surveillance