

# **„CHANGE OF CONTROL CLAUSE“ V EMISNÍCH PODMÍNKÁCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ**

*JOHAN SCHWEIGL*

Právnická fakulta, Masarykova univerzita, Česká republika

## **Abstract in original language**

Autor se ve své práci zaměřil na zhodnocení funkce klauzule "change of control" v emisních podmínkách korporátních dluhopisů. Dále rozebírá teoretické uplatnění podobných klauzulí v emisních podmínkách státních, resp. municipálních dluhopisů, přičemž analyzuje jak jejich aspekty normativní, tak ekonomické. V neposlední řadě poukazuje na dopad, který by zkoumaná ustanovení měla na jednání investorů.

## **Key words in original language**

Ustanovení „change of control“, státní dluhopisy, korporátní dluhopisy, emisní podmínky, prospekt, primární trhy, sekundární trhy

## **Abstract**

The author of this contribution focused on researching the so-called "change of control" provisions and their functions in the prospectuses of corporate bonds. Further, he analyzed theoretical application of these provisions in T-bonds issuance terms. In so doing, he aimed at both their legal and economic aspects. Last but not least, he outlines the effects that inclusion of such provisions might have on decisions of investors.

## **Key words**

“Change of Control” Clause, Treasury Bonds, Corporate Bonds, Issuance Terms, Prospectus, primary markets, secondary markets

## **1. USTANOVENÍ „CHANGE OF CONTROL“ V EMISNÍCH PODMÍNKÁCH KORPORÁTNÍCH DLUHOPISŮ**

Klauzule „change of control“ nejsou v emisních podmínkách korporátních dluhopisů ničím neobvyklým. Jejich účelem je v zásadě snížení rizika nesolventnosti emitenta v případě nenadálé změny v subjektu, který jej ovládá, resp. řídí. Obecně lze konstatovat, že tato ustanovení mají nemalý dopad na rozhodování investorů, resp. tok kapitálu, a to přestože jejich skutečné vlivy se liší v návaznosti na mnoha faktorech, mezi které patří i kredibilita emitenta či ekonomická situace sektoru, v němž je emitent činný. Dále bude poukázáno na to, jaké mohou mít tyto klauzule uplatnění v emisních podmínkách dluhopisů státních, resp. veřejných.

Funkce ustanovení „change of control“ v emisních podmínkách korporátních dluhopisů tedy spočívá v „pojištění“ investorů proti nenadálé změně v ovládaní, resp. řízení emitenta, což může mít vliv na solventnost takového emitenta a na míru rizika spojenou s investicí.

Vedle toho, že na tato ustanovení lze nahlížet jako na určitou formu pojištění proti výše zmíněným rizikům, lze je chápat jako „podmíněné put opce“, tj. opce prodat předmětné dluhopisy zpět emitentovi v případě, že dojde k naplnění podmínky změny v ovládnání, resp. řízení takového emitenta.<sup>1</sup>

Samotná změna řízení či ovládnání osoby emitenta může být v emisních podmínkách korporátních dluhopisů definována mnoha způsoby. Teoreticky může být rozdělena do dvou částí: (i) definice podmínek, za kterých dochází k „change of control“ a (ii) následek „change of control“. Ustanovení bodu (i), tj. definice podmínek, za kterých nastane „change of control“ může být vyloženo následovně: jestliže nastane předpokládaná podmínka, pak dochází k „change of control“. Ustanovení bodu (ii), tj. následek „change of control“ může být definován takto: jestliže nastane „změna ovládnání“ dle bodu (i), pak je třeba jednat způsobem určeným. Přestože ustanovení o „change of control“ lze chápat pouze jako normy autonomní, tak z teoretického pohledu struktury norem lze část první každého z výše popisovaných bodů chápat jako hypotézu a část druhou jako dispozici normy. Mimo to bývá definován i samotný pojem „control“ (ovládání, řízení).

Pro názornost níže uvádím tři ustanovení „change of control“ v originálním znění:

Příklad 1 - definice (i): „Change of Control Event: means if any person and group of persons acting in concert gains control of more than forty percent (40%) of the Issuers share capital where: (a) acting in concert means acting together pursuant to an agreement and understanding (whether formal or informal); and (b) control means having the power to direct the management and policies of an entity, whether through the ownership of voting capital, by contract or otherwise.“

Příklad 1 - následek (ii): „Upon the occurrence of a Change of Control Event or a Delisting each Bondholder shall have a right of prepayment (a “Put Option”) of its Bonds at a price of 100 % of par plus accrued interest.“

Příklad 2 – definice (i): “Change of Control” shall occur if:

- (a) any person or persons, acting together, acquires Control of the Issuer; or
- (b) the Issuer consolidates with or merges into or sells or transfers all or at least 50% (within a period of time of less than one calendar month) of the Issuer’s assets to any other person or persons, acting together.

---

<sup>1</sup> RHODES, T. Euromoney Encyclopedia of Debt Finance, London : Euromoney Institutional Investor Plc, ISBN 1 84374 269 1, s. 260, 276 s.

“Control” means in relation to any entity, (a) the acquisition or control of more than 50 per cent of the voting rights of that entity or (b) the acquisition of the right to appoint and/or remove all or the majority of the members of the Board of Directors or other governing body of that entity, whether obtained directly or indirectly, and whether obtained by ownership of share capital, the possession of voting rights, contract or otherwise.“

Příklad 2 - následek (ii): „Following the occurrence of a Change of Control, the holder of each Bond will have the right to require the Issuer to redeem that Bond on the Change of Control Put Date (as defined below) at 125% of par, that is €4,453.13 per Bond together with accrued interest.“

Příklad 3 - definice (i): “Change of Control Event” occurs if any person or group of persons Acting in Concert (other than a shareholder holding at least ten per cent (10%) of the issued share capital of the Issuer at the date of this Bond Agreement) gains Control of more than 50% of the issued share capital of the Issuer; and where:

“Acting in Concert” means acting together pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal); and

“Control” means the power to direct the management and policies of an entity, whether through the ownership of voting capital, by contract or otherwise.“

Příklad 3 - následek (ii): „Upon the following events (the “Put Option Events”):

- A Change of Control Event; or

- A De-listing Event,

each Bondholder shall have a right of pre-payment (a “Put Option”) of its Bonds at a price of 100 % of par plus accrued interest.“

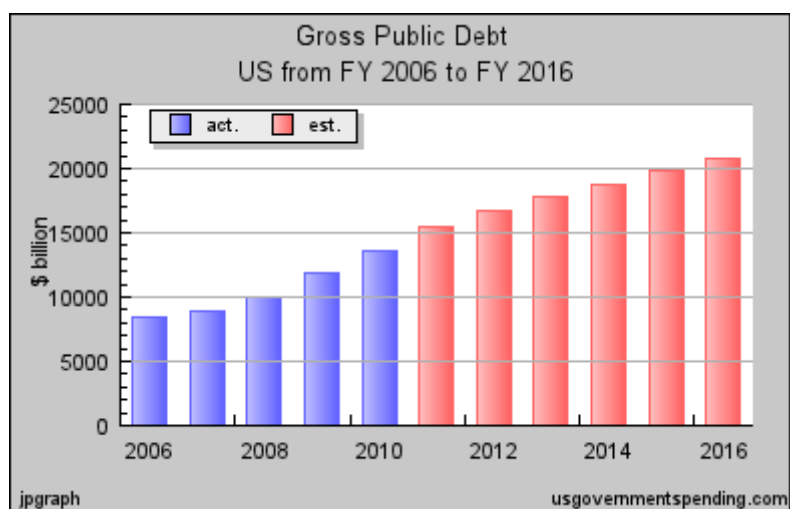
## **2. TEORETICKÉ UPLATNĚNÍ KLAUZULE „CHANGE OF CONTROL“ V EMISNÍCH PODMÍNKÁCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ**

Na první pohled se zdá být použití klauzule „change of control“ v emisních podmínkách státních dluhopisů, resp. dluhopisů veřejného sektoru nereálná. Při bližším zkoumání povahy státních dluhopisů a rozhodování investorů o koupi takových dluhopisů lze ovšem dospět k závěru, že zahrnutí klauzule „change of control“ do emisních podmínek tohoto druhu dluhopisů není vyloučeno.

Funkce předmětného ustanovení by i u státních dluhopisů zůstala v zásadě totožná. I zde by základní funkcí klauzule „change of control“ bylo snížení rizika úpadku, resp. nesolventnosti emitenta, kterým je u státních dluhopisů stát, resp. ministerstvo financí toho kterého státu. Přestože státní dluhopisy mají na kapitálových trzích specifické postavení z důvodu vysoké kvality „státu jako úvěrového

dlužníka z hlediska kreditního rizika“<sup>2</sup>, tak vzhledem k existenci nemalých státních dluhů a pravidelně se opakujícím rozpočtovým deficitům mnohých států, lze předpokládat zvyšující se riziko spojené s dluhopisy veřejného sektoru. V této souvislosti je vhodné poukázat i na to, že „obrovské zadlužení některých vlád (např. americké) způsobené rozpočtovými deficity v 80. a 90. letech způsobilo, že počet státních dluhopisů se značně zvýšil.“<sup>3</sup> Rostoucí americký federální dluh je ukázán v tabulce č. 1 a 2.

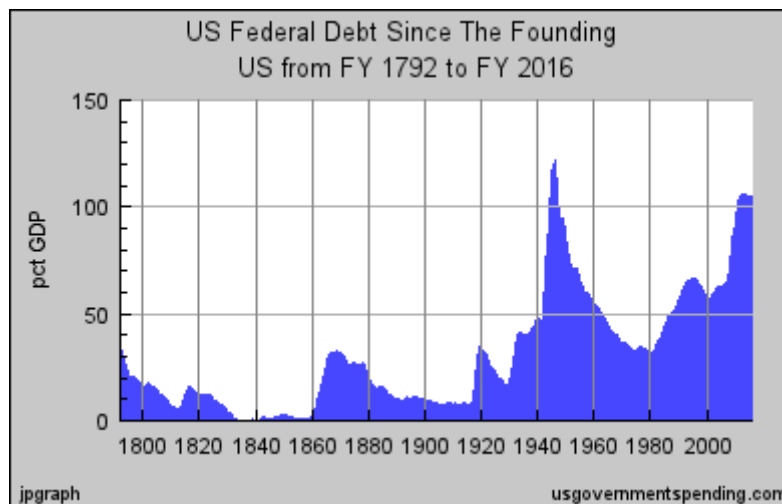
Tabulka č. 1 – Americký federální dluh v miliardách dolarů, zdroj [www.usgovernmentpending.com](http://www.usgovernmentpending.com)



Tabulka č. 2 – Americký federální dluh v procentech HDP od vzniku USA, zdroj: [usgovernmentpending.com](http://usgovernmentpending.com)

<sup>2</sup> LANDOROVÁ, A., JÁČOVÁ, H., DUBOVÁ, M. a kol. Cenné papíry a finanční trhy. Liberec : Vysokoškolský podnik Liberec, s.r.o., 1. vydání, 2005, ISBN 80-7083-920-1, s. 92, 294 s.

<sup>3</sup> JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. Praha : Grada Publishing a.s., 2009, ISBN 978-80-247-1653-4, s. 340, 648 s.



Stejně jako hospodářská situace obchodní společnosti vydávající dluhopisy pro financování svých aktivit, tak i hospodářská situace a zejména solventnost států hraje nemalou roli při analýze kreditního rizika spojeného s takovým emitentem. Přičemž riziko spojené s dluhopisy je jedním z faktorů, na základě kterých dochází k posunu křivek poptávky po dluhopisech.<sup>4</sup> Právě klauzule „change of control“ toto riziko nemalým způsobem snižuje. V souvislosti s předmětnou klauzulí u státních, resp. veřejných dluhopisů je ovšem třeba de lege ferenda uvažovat na konstrukci takové klauzule. Výše zmiňovaný bod (ii) takové klauzule, tj. následek „change of control“ není problematický a z jeho povahy vyplývá obsahová totožnost s možnostmi jeho vymezení u dluhopisů korporátních. Zvážena ovšem musí být konstrukce bodu (i) takové klauzule, tj. podmínky, za kterých nastává „change of control“. Pro úplnost je třeba dodat, že u dluhopisů státních nemusí být podmínka předmětné klauzule vázána přímo na „control“, tedy řízení, resp. vládnutí, ale na jiné ekonomické faktory. Nicméně v dalším textu bude pro zjednodušení i na dále používán termín „change of control“. Předmětné podmínky lze vymezit mnohými způsoby a právě tato část předmětné klauzule může být předmětem dalšího výzkumu.

Jako některé z variant jejího vymezení lze uvést, že podmínky, za kterých dochází k „change of control“, se mohou odvíjet od rozpočtového hospodaření státu, jeho schopnosti snižovat veřejný dluh, či prosazovat různé úsporné reformy, resp. míry nezaměstnanosti. Veškeré tyto faktory mohou mít vliv na výnosnost a rizikovitost investice do dluhopisů a tak právě vázání okamžiku „change of control“ na některý ze zmiňovaných indikátorů může

---

<sup>4</sup> MISHKIN, F. Economics of Money, Banking and Financial Markets. Boston : PEARSON Addison Wesley, 7. vydání, ISBN 0-321-12235-6, s. 93, 94, 852 s.

podstatným způsobem snížit rizikovost investice do státních dluhopisů.

### **3. ZÁVĚREM**

Autor tohoto příspěvku se domnívá, že pozitivní funkce, kterou mají ustanovení „change of control“ v emisních podmínkách korporátních dluhopisů mohou být využity i u dluhopisů státních. Samotné podmínky, na které je vázán určitý následek, tj. zejména předčasné vyplacení určité částky stanovené v emisních podmínkách, se mohou lišit. Nicméně, lze předpokládat, že by se vázaly na určité ekonomické indikátory.

Autor závěrem doporučuje výzkum národohospodářských a fiskálních důsledků začlenění zmiňovaných ustanovení do emisních podmínek státních, resp. veřejných dluhopisů. Normativní úvahy de lege ferenda o těchto klauzulích jsou neméně důležité.

#### **Literature:**

- JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. Praha : Grada Publishing a.s., 2009, ISBN 978-80-247-1653-4, 648 s.
- LANDOROVÁ, A., JÁČOVÁ, H., DUBOVÁ, M. a kol. Cenné papíry a finanční trhy. Liberec : Vysokoškolský podnik Liberec, s.r.o., 1. vydání, 2005, ISBN 80-7083-920-1, 294 s.
- MISHKIN, F. Economics of Money, Banking and Financial Markets. Boston : PEARSON Addison Wesley, 7. vydání, ISBN 0-321-12235-6, 852 s.
- RHODES, T. Euromoney Encyclopedia of Debt Finance, London : Euromoney Institutional Investor Plc, ISBN 1 84374 269 1, s. 260, 276 s.

#### **Contact – email**

210729@mail.muni.cz