

Autoři:

Mgr. Gabriel Achour, části 1, 2.5 a 6.2 (spoluautor)

Ing. Marie Konečná, část 4

Ing. Lenka Kostrounová, části 7.2 a 7.4

Ing. Petr Merežko, části 3.2, 7.1 a 7.3

Mgr. Jan Hart, LL.M. část 5.2

Mgr. Juraj Alexander, celková redakce a části 2, 5.1, 6.1, 6.2 (spoluautor),

7.4.3, 7.5 a 8

Mgr. Gabriel Achour je členem správní rady ARTN. Působí jako advokát v advokátní kanceláři Glatzová & Co., kde se specializuje na právní vztahy k nemovitostem a projektové financování, akvizice, úvěrové transakce a zajištění závazků. Vedle výkonu advokacie působí jako poradce pro významnou zahraniční společnost v oblasti investic na území střední a východní Evropy.

Ing. Marie Konečná je partnerkou daňového oddělení společnosti KMPG, kde se specializuje na zdanění nemovitostí a obchodních společností. Ing. Konečná je členkou Presidia Komory daňových poradců ČR a aktivně se podílí na legislativním procesu v oblasti daní, pravidelně publikuje a přednáší daňovou problematiku.

Ing. Lenka Kostrounová je ředitelkou nemovitostního financování v Československé obchodní bance, a.s. pro Českou republiku. Se svým týmem realizovala financování rozsáhlých nemovitostních projektů, a to v oblasti logistických, obchodních, kancelářských i rezidenčních nemovitostí.

Ing. Petr Merežko, PhD. je zástupcem ředitele úseku realitních obchodů v České spořitelně, a.s. V oblasti financování nemovitostí se pohybuje více než deset let, v bankovním sektoru pracuje od roku 1991.

Mgr. Jan Hart, LL.M. je advokátem v advokátní kanceláři KŠD ŠTOVÍČEK, kde se specializuje především na oblast obchodního práva, cenných papírů a kolektivního investování. V letech 2002 až 2005 byl ředitelem legislativního a právního odboru Komise pro cenné papíry. Do jeho působnosti spadalo vypracování některých právních stanovisek, servis při rozhodování prezidia, organizace připomínkování návrhů zákonů a další legislativní agendy, zastupování KCP před všemi typy soudů a v některých případech zastupování na zahraničních fórech.

Mgr. Juraj Alexander je advokátem v advokátní kanceláři Salans, v současnosti studuje finanční a korporátní právo na Fordham University School of Law v New Yorku. Zabývá se financováním a akvizicemi nemovitostních projektů a insolvenčním právem.

V letošním roce se odborné veřejnosti kromě Trend reportu dostává do rukou další ojedinělá publikace. Kolektiv autorů, převážně členů a spolupracovníků Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí (ARTN), sestavil komplexní pohled na právní, finanční a daňové aspekty financování developerských projektů ve všech souvislostech.

V publikaci nalezne zájemce i specifikaci možných rizik realitních projektů, prezentaci různých typů bankovních úvěrů a komplexních struktur využívaných při realizaci investic do nemovitostí. Materiál je obohacen i o definiční pojmy z dané problematiky a rejstřík odborných anglických termínů. Podobná publikace dosud v ČR chyběla a bude nesporně vítaným zdrojem informací pro všechny účastníky trhu.

Vnímáme jako velmi pozitivní, že autoři zpracovali text v podobě dostupné všem zájemcům. Vzájemná informovanost, pochopení základních pravidel, principů a postupů i sjednocení odborné terminologie nepochybně směřuje trh k vyšší profesionalizaci. Jsme velmi rádi, že text mohl vzniknout pod záštitou ARTN a že naši odborníci takto přispívají k činnosti významné pro celou realitní komunitu.

Rádi bychom při této příležitosti všem autorům poděkovali. A Vám, kteří publikaci budete využívat, přejeme hodně úspěchů při uskutečňování investičních záměrů.



PhDr. Ing. Zdeňka Klapalová, CSc.
prezident správní rady ARTN

OBSAH

1 ÚVOD	7
1/1 Pojem projektu	7
1/2 Fáze projektu	9
2 PRÁVNÍ STRUKTURA REALITNÍCH PROJEKTŮ	11
2/1 Projektová společnost a její akcionáři	11
2/2 Správcovská společnost, developer a smlouva o správě	14
2/3 Generální dodavatel a smlouva o dílo	15
2/4 Architekti a další dodavatelé	18
2/5 Zajištění výnosů – pronájem prostor u nerezidenčních projektů	18
2/6 Zajištění výnosů – prodej bytů u rezidenčních projektů	19
2/7 Prodej projektu	20
3 FINANČNÍ STRUKTURA REALITNÍCH PROJEKTŮ	22
3/1 Cash-flow projektu, výnos, diskontace, yield	22
3/2 Úrovně financování a rizikovitost projektu	23
4 VLIV DANÍ NA STRUKTURU	26
4/1 Daně ve vztahu k jednotlivým fázím developerských projektů	26
4/2 Transfer pricing	27
4/3 Nízká kapitalizace a omezení odpočtu daňově uznatelných finančních nákladů	28
4/4 Srážkové daně	29
4/5 Zdanění dividend	29
4/6 Zdanění kapitálových příjmů	30
4/7 DPH	30
4/8 Mezinárodní struktury a jejich význam	31
5 ZVLÁŠTNÍ STRUKTURY	33
5/1 Fúze po akvizici, její důvody a důsledky	33
5/2 Nemovitostní fondy	33
6 RIZIKA PROJEKTŮ	37
6/1 Obchodní rizika	37
6/2 Právní rizika	39
7 BANKOVNÍ FINANCOVÁNÍ	42
7/1 Pozice banky v developerském projektu	42
7/2 Metody omezení rizika banky	44
7/3 Typy úvěrů	51
7/4 Syndikace	52
7/5 Standardy dokumentace	54
8 JOINT VENTURES A PODOBNÉ STRUKTURY	56
8/1 Role partnerů	56
8/2 Forward Funding	56
8/3 Prvky struktury	57
8/4 Ukončení partnerství	58
8/5 Struktura dokumentace	60
PŘÍLOHA 1 – SLOVNÍK DEFINIC	61
PŘÍLOHA 2 – REJSTŘÍK ANGLICKÝCH TERMÍNŮ	53
PŘÍLOHA 3 – PŘEHLED BANK AKTIVNÍCH NA ČESKÉM REALITNÍM TRHU	55

Tato publikace mohla vzniknout zejména díky pomoci následujících osob:

Petra Horáková (*ARTN*), Omar Koleilat (*Crestyl Management*),
Bohuslav Matuška (*Salans*), Chris Berlew (*Salans*), Lukáš Klee (*Metrostav*),
Juraj Gyarfáš (*Salans*), Ondřej Špalek (*Crestyl Management*),
Katarína Marková (*EEIP*), Zuzana Svěráková (*Salans*), Radek Halíček (*KPMG*),
Martin Houska (*KPMG*), Tomáš Krones (*PPF Investments*).

Pojem projektu

Financování developerských realitních projektů je specifickým typem projektového financování (*project finance*). Realitní projekt a jeho financování je potřeba odlišit od akvizice hotové budovy (a jejího financování) a též od spekulativních nákupů a prodejů nemovitostí. Developerský projekt představuje cestu od prvotní myšlenky přes její realizaci až po finální umístění na trhu.

Nejčastějšími typy projektů jsou v současné době projekty výstavby bytových domů (komplexů) a obchodních prostor (administrativní budovy, obchodní centra, logistika). V blízké budoucnosti lze očekávat růst projektů infrastrukturálních a projektů týkajících se rekreace, ubytování a volného času.

Na projektu se zpravidla podílí celá řada subjektů, zejména developer, tj. subjekt, který nese odpovědnost za celkovou realizaci projektu, a generální dodavatel (stavební firma) a dále architekti, projektanti, financující instituce, právníci, další poradci a samozřejmě projektovi manažeři. Pro kvalitní zhodnocení postavení určitého subjektu v projektu je důležité analyzovat jeho motivaci, výnosy a rizika, která podstupuje, a jeho funkci ve struktuře vztahů mezi jednotlivými aktéry projektu. Postavení developera je potřeba odlišit od postavení finálního investora. Finální investor má zájem vlastnit výsledný projekt a pouze pobírat výnos ze své investice (nájemné), nechce však podstoupit rizika výstavby.

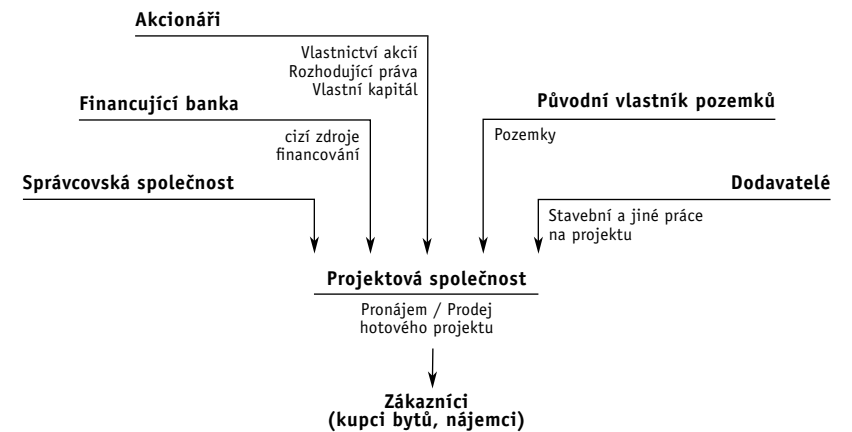


Schéma realitního projektu, obr. 1

Většina developerů realizuje projekty s finančním investorem a/nebo s bankou. Finanční investor bude zpravidla v postavení tzv. equity partnera, tj. subjektu, který poskytuje finance, které developer v daném čase nemá k dispozici, výměnou za podíl na zisku z projektu. Zároveň však nese velkou část rizika spojeného s projektem. Naproti tomu banka poskytuje úvěr výměnou za pevně stanovený úrok a nese pouze riziko úplného kolapsu projektu.

Developer může v určitých případech figurovat pouze jako poskytovatel služby pro finančního investora. Jde o případ, kdy projekt vymyslí nebo koupí finanční investor a ten si „najímá“ developera na faktickou realizaci projektu za jistou odměnu (tzv. *development fee*). Developer fakticky realizuje příkazy finančního investora a vlastní prostředky do projektu nevládá. Tato forma je v České republice méně častá (viz. část 2.2).

Developer, a tím pádem i každý investor, zvažuje moment, kdy z projektu vystoupí (tzv. *exit*), a podle toho nastavuje vztahy s ostatními zúčastněnými subjekty. Z tohoto pohledu lze pro zjednodušení nastínit tři nejčastější situace:

- a/___ Developer kupuje pozemek nebo budovu proto, aby vytvořil koncept (studii) a celý projekt (hmotný substrát a studii) dále prodává jinému developerovi, který jej provede a zpravidla prodá finálnímu investorovi. Prodává vizi.
- b/___ Původní developer projekt dovede až do stadia územního rozhodnutí a posléze jej prodá dalšímu developerovi, který jej po dokončení prodává finálnímu investorovi.
- c/___ Developer projekt realizuje od prvotní myšlenky až do otevření a prodává jej finálnímu investorovi. Pouze u tohoto modelu dochází u jednoho subjektu k realizaci všech fází projektu (jak jsou popsány níže).

Základní otázkou každého developerského projektu je právní vztah k pozemku nebo budově. Realitní trh v současnosti trpí nedokonalostí právní úpravy vlastnictví nemovitostí a zároveň rozdrobeností vlastnictví pozemků. Vlastníci pozemků často nemají zájem nebo schopnost realizovat development, ale nechtějí pozemky ani prodat, aby tak neztratili možnost podílet se na výnosech z pozemku v budoucnu. Developéři a investoři stojí na druhé straně, když mají finanční prostředky a know-how, avšak nevládní pozemky.

Nejčastějším způsobem zajištění práva k pozemku je jeho koupě od vlastníka. Existují však i jiné možnosti, např. dlouhodobý nájem pozemku, koupě podílu ve společnosti, která vlastní pozemek, založení zvláštní společnosti s vlastníkem pozemku (ne-developerem), kdy vlastník pozemku vloží pozemek do nově založené společnosti a developer do této společnosti vloží finanční prostředky a svoje znalosti. Při současném nedostatku pozemků na trhu, resp. jejich vysokých cenách, je alternativou získání budovy, často nepoužívané nebo zchátralé, a její následná přestavba, popřípadě demolice a navazující výstavba nové budovy. Velmi aktuální se tak stává otázka redevelopmentu (např. u starších obchodních center, u brownfieldů).

Fáze projektu

1/2

Fázování projektu není vždy v odborné veřejnosti jednotně chápáno. Přesto lze (pro zjednodušení) konstatovat, že obecně existují následující základní fáze jakéhokoli developerského projektu:

- a/___ přípravná fáze (*pre-development phase*),
- b/___ realizační fáze inženýrská (*approval and development phase*),
- c/___ realizační fáze stavební (*construction phase*),
- d/___ závěrečná fáze po dokončení (*post-completion phase*).

Přípravná fáze

1/2/1

V této fázi se vytváří koncept projektu, a to podle očekávání a potřeb investorů a jejich finančních možností a podle možností daných regulativy území a faktickou situací (stav pozemku, technické napojení, finanční možnosti, právní úprava). Řeší se otázka samotné proveditelnosti projektu, v tzv. studii proveditelnosti (*feasibility study*). Taková studie by měla obsahovat základní myšlenku projektu, jeho etapy (základní harmonogram), analýzu trhu (vývoj poptávky i nabídky), marketingovou analýzu, strukturu řízení projektu, základní náčrt technického řešení projektu, dopad projektu na životní prostředí, finanční plán a analýzu a řízení rizik.

V této fázi je potřeba vyřešit širší otázky spojené s projektem, jako je například památková ochrana, vyvolané investice (tj. investice, které sice nejsou součástí projektu, ale bude je potřeba vynaložit v souvislosti s ním – například posílení přístupových cest) nebo změna územního plánu, a v případě potřeby jednat se zástupci města nebo jiných úřadů a získat jejich podporu pro projekt.

V přípravné fázi často nejsou uzavírány konečné smlouvy, ale pouze základní body budoucí spolupráce jednotlivých účastníků projektu (*term-sheet, heads of terms*). Často ani není potřeba vytvářet projektovou společnost.

Realizační fáze inženýrská

1/2/2

Tato fáze je zahájena momentem, kdy se developer rozhodne, že projekt bude realizovat. Náklady v této fázi převyšují jakékoli výnosy (pokud nějaké jsou – zpravidla však jde o vedlejší záležitost, například dobíhající nájemní smlouvy na pozemky nebo úroky).

V této fázi dochází k:

- i/___ získání vlastnického práva k pozemkům včetně provedení právního a technického auditu;
- ii/___ získávání všech potřebných povolení, zejména územního rozhodnutí; a

iii/___ sjednání podmínek spolupráce se zhotovitelem projektu a ostatními dodavateli a zúčastněnými osobami, včetně bank.

Významnou etapou, bez které by se dnes neměla příprava žádného kvalitního developského projektu uskutečnit, je provedení tzv. právního auditu (*legal due diligence*). Právní audit může odhalit zásadní právní rizika projektu (viz část 6.2), které mohou projekt znemožnit nebo jej podstatně zkomplikovat. Zároveň je v této fázi důležité provést důkladný průzkum pozemků, který může odhalit ekologickou kontaminaci pozemků nebo jiná technická rizika spojená s realizací projektu.

Právní i technický audit by tak měl být proveden v takovém časovém horizontu, který umožní, aby na základě zjištěných závěrů mohlo být rozhodnuto o dalším pokračování projektu. Následně dochází k nabytí práva k nemovitosti, buď přímou koupí, koupí společnosti, která nemovitosti vlastní, nebo zajištěním jiného práva k pozemku (viz část 6.2.1).

1/2/3 Realizační fáze stavební

Tato fáze je charakterizována

i/___ výstavbou a koordinací výstavby a všech ostatních aktivit; a

ii/___ paralelním sjednáváním podmínek budoucího užívání budov.

V této fázi např. u rezidenčních projektů dochází paralelně s výstavbou k uzavírání smluv o smlouvách budoucích na prodej bytových jednotek. U administrativních projektů dochází rovněž k uzavírání smluv o budoucích smlouvách nájemných.

1/2/4 Závěrečná fáze po dokončení

Tato fáze je finálním završením celého procesu realizace projektu. Je charakterizována

i/___ předáním projektu uživatelům (vlastníkům bytů u rezidenčních projektů nebo nájemcům prostor u kancelářských budov nebo v nákupních centrech); a

ii/___ prodejem projektu finálnímu investorovi (viz níže část 2.7), kromě případu, kdy jsou veškeré bytové jednotky prodané a projektová společnost vstupuje do likvidace.

V této fázi dochází k finalizaci všech aktivit, zejména u bytových projektů k převzetí díla a předání klientům, vytvoření společenství vlastníků, k předání infrastruktury projektu městu, k vypořádání vad atd.

Dále je v této fázi rozhodující smlouva o managementu a správě, např. u nákupních center nebo u administrativních budov. Finální investor nemá zájem starat se o každodenní provoz a správu obchodního centra nebo budovy.

2 PRÁVNÍ STRUKTURA REALITNÍCH PROJEKTŮ

2

Realitní projekt, jak byl výše vymezen, je možné zpravidla odlišit od jiných realitních projektů jinou polohou, účelem projektu, druhem nebo stavem nemovitosti, vlastnickou strukturou nebo rizikem. Rizika, avšak i potenciální zisky takto vymezeného projektu je pro všechny zúčastněné strany vhodné oddělit od stejných rizik jiných projektů. Pro tyto účely se běžně zakládá společnost (tzv. *projektová společnost*), která realizuje projekt, tzn. vlastní příslušné nemovitosti a vstupuje do nejdůležitějších právních vztahů týkajících se projektu.

Projektová společnost se tak zpravidla stává uzlem vztahů týkajících se projektu a uzavírá všechny smlouvy podstatné pro realizaci projektu, zejména ohledně shromažďování zdrojů financování, nabývání pozemků, projektování a výstavby a posléze realizace výnosu prostřednictvím pronájmu, užívání nebo prodeje nemovitosti či její části.

Velmi důležité je jednoznačně stanovit, k jakému okamžiku dojde k založení projektové společnosti. Pokud k založení projektové společnosti dojde v pozdější fázi projektu, je potřeba na to myslet a začlenit do smluv týkajících se realizace projektu (tj. zejména smluv s architekty a jinými konzultanty) právo na postoupení veškerých práv a povinností z těchto smluv na projektovou společnost.

Projektová společnost a její akcionáři

2/1

Základní pojmy

2/1/1

Projektová společnost má většinou formu kapitálové společnosti, tj. společnosti s ručením omezeným (s.r.o.) nebo akciové společnosti (a.s.). Důvody pro volbu této formy odpovídají některým základním vlastnostem kapitálových společností, a to:

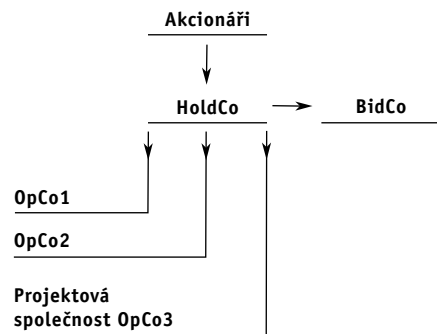
i/___ **neomezená právní subjektivita**, tj. oddělení jmění (majetku a závazků) projektové společnosti od jmění jejích akcionářů nebo společníků (v dalším textu se termín „akcionáři“ užívá jak pro označení společníků s.r.o. tak akcionářů a.s.) a neomezená možnost nabývat majetek nebo se zavazovat; díky této vlastnosti je riziko projektu oddělené od rizika úpadku akcionáře, protože pro uspokojení závazků akcionáře není možné zasahovat do majetku společnosti;

ii/___ **omezené ručení**, tj. skutečnost, že akcionáři neodpovídají za závazky projektové společnosti; tato vlastnost má přínos zejména z toho důvodu, že umožňuje oddělovat rizika jednotlivých projektů realizovaných projektovými společnostmi, které mají stejné akcionáře;

iii/___ **převoditelnost akcií, resp. podílů**, která umožňuje změnu vlastnictví projektu bez podstatnějších zásahů do vztahů, které nemusejí být změnou vlastnictví v ekonomickém smyslu dotčeny (například nájemní vztahy, předkupní

práva k nemovitostem, věcná břemena ve prospěch projektové společnosti); skutečný vlastník projektu tak může projekt prodat bez toho, aby se formálně změnil vlastník nemovitosti; zároveň může mít takový převod i daňové výhody.

V ojedinělých případech mívá projektová společnost jinou právní formu, většinou z daňových důvodů, když osobní společnosti (veřejná obchodní společnost a komanditní společnost) podléhají v jistém ohledu odlišnému daňovému režimu. Nicméně i v těchto situacích se zúčastněné strany často snaží pomocí jiných mechanismů zajistit pro projekt výše uvedené parametry, například pomocí struktury na úrovni společníků projektové společnosti.



Holdíngová struktura, obr. 2

Projektová společnost se často označuje jako SPV (*special purpose vehicle*) nebo SPE (*special purpose entity*) a ve schématech projektů též jako ProjectCo nebo OpCo (*operating company*). Její akcionář se často označuje jako HoldCo (*holding company*).

2/1/2 Struktura projektové společnosti

Management projektové společnosti je většinou svěřen na základě smlouvy o správě správcovské společnosti (viz část 2.2), nicméně zásadní rozhodnutí (např. nákup pozemků, uzavření smlouvy s generálním dodavatelem, úvěrové smlouvy) musejí přijímat a realizovat členové jejího statutárního orgánu. Těmi jsou však často právě osoby, které řídí správcovskou společnost, popřípadě zástupci investorů.

Akcionáři projektové společnosti jsou buď přímo investoři, kteří do projektu vkládají vlastní zdroje, nebo (zejména v případě komplexnějších projektů nebo z daňových důvodů) další osoba, jejímiž akcionáři jsou tito investoři (*HoldCo*). Holdingová společnost již nemá nutně formu kapitálové společnosti, někdy na jejím místě dokonce nestojí ani právnická osoba, ale například fond nebo trust, a často sídlí mimo Českou republiku (srov. část 4.8). Zmínění investoři pak upravují své vztahy buď na úrovni projektové společnosti ve společenské smlouvě, stanovách nebo obdobném dokumentu (srov. část 8.5) nebo na úrovni holdingové společnosti.

Pokud je projektová společnost českou společností, uzavírají investoři mezi sebou často smlouvu o výkonu akcionářských práv (resp. práv společníků). V této smlouvě upraví otázky, které neřeší nebo řeší nedostatečně stanovy, resp. společenská smlouva projektové společnosti. Pokud je investor jeden, jsou zakladatelské dokumenty projektové společnosti pro úspěch projektu z větší části irelevantní, vyjma definic základních parametrů projektové společnosti (počet členů představenstva nebo jednatelů a způsob jednání za projektovou společnost, existence a postavení dozorčí rady, počet akcií). Kromě toho je často vhodné upravit v zakladatelských dokumentech některé otázky statutu projektové společnosti, zejména převoditelnost (a zastavitelnost) akcií nebo obchodních podílů¹ a možnost vydávání hromadných listin namísto akcií².

V případě projektů, kde dochází po jejich realizaci k prodeji nemovitostí (typicky rezidenční projekty), projektová společnost po dokončení projektu a odprodeji všech nemovitostí (bytových jednotek) někdy slouží pro poskytování služeb zákazníkům, ale častěji vstupuje do likvidace a po likvidaci zaniká. Odlišný postup může být odůvodněn daňovými okolnostmi, zejména existencí využitelné daňové ztráty. Projektová společnost se však zpravidla účastní takového množství právních vztahů, jejichž negativní důsledky do budoucna nelze zcela jistě vyloučit, že není vhodné ji po ukončení projektu použít na nový projekt a likvidace bude ve většině případů odůvodněná.

Činnost projektové společnosti

Projektová společnost vlastní nemovitosti, na nichž se má projekt realizovat, po celou dobu realizace projektu. Před zahájením realizace je proto musí nabýt, a to zpravidla buď vkladem do základního kapitálu nebo koupí, popřípadě na základě fúze nebo obdobné operace (viz část 6.2.1).

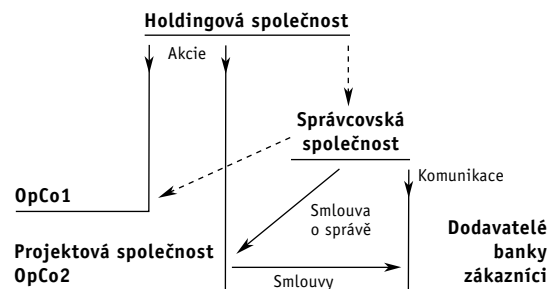
Projektová společnost hradí veškeré náklady projektu, tj. kupní cenu původním vlastníkům pozemků (pokud je kupuje) a ceny za služby dodavatelům služeb. Za tímto účelem projektová společnost získává vlastní i cizí zdroje a na její úrovni se tudíž soustředí vztahy týkající se financování projektu, tj. úvěrové smlouvy a akcionářské smlouvy. Tyto vztahy však mohou být, zejména při portfoliových projektech nebo při financování koupě akcií projektové společnosti, částečně řešeny i na úrovni holdingové společnosti nebo ještě výš.

Projektová společnost ve většině případů uzavírá smlouvy s dodavatelem služeb přímo, tj. smlouvu s architekty, s generálním dodavatelem a s dalšími poskytovateli služeb, jako například s realitními agenty. Projektová společnost zpravidla nemá vlastní zaměstnance a veškeré potřeby projektu zajišťuje právě prostřednictvím těchto dodavatelů služeb. Důvodem jsou rizika a komplikace způsobené regulací pracovně-právních vztahů a zároveň potřeba co nejjasněji právně, účetně a finančně vymezit projekt.

/1/ Srov. §§ 115 a 156 odst. 4 obchodního zákoníku

/2/ Srov. § 5 odst. 3 zákona o cenných papírech

Pokud projektová společnost nemá zaměstnance, což je obvyklé, musí zajišťovat i běžné činnosti prostřednictvím externího dodavatele služeb. Tyto služby budou zahrnovat například přípravu podkladů pro jednatele, základní administrativu, koordinaci ostatních dodavatelů, ale často i vedení účetnictví, finanční řízení projektu, technickou koordinaci projektu a základní právní poradenství.



Postavení správcovské společnosti, obr. 3

Jedním z dodavatelů služeb tak bude zpravidla tzv. správcovská společnost, která zajišťuje veškeré běžné úkoly projektové společnosti. Tato společnost se často označuje i jako developerská nebo manažerská společnost. Za tím účelem uzavírá správcovská společnost s projektovou společností smlouvu o správě (často jako *corporate administration agreement*, *company management agreement*, nebo někdy *project management agreement*).

Kromě samotné správy projektové společnosti má v projektu své postavení i tzv. projektový manažer (*project manager*). Tím může být správcovská společnost, ale i externí projektový manažer. Mezi úkoly projektového manažera patří řízení projektu na každodenní bázi, tzn. předání staveniště, komunikace se zhotovitelem a dalšími subjekty, dohled nad zhotovitelem při vypracování podrobného harmonogramu pro jednotlivé části stavby a jeho dodržování, účast na pravidelných koordinačních schůzkách, přejímání částí zhotovené stavby, identifikace vad a nedodělků a dohled nad jejich odstraňováním, organizace předání dokončeného díla. Projektový manažer může být pověřen také dohledem nad náklady, tzn. kontrolou, zda fakturované náklady odpovídají provedené práci, a to jak po stránce kvality, tak kvantity. Část těchto úkolů kromě toho často plní i další osoba, která provádí pouze stavební dozor, tzn. dohled na technickou stránkou realizace projektu zhotovitelem.

Správcovská společnost může, avšak nemusí mít stejnou akcionářskou strukturu jako projektová společnost. V případě, že struktura akcionářů je odlišná, nebo v jiných případech, kdy je pro to důvod (například pokud správcovská společnost projekt re-

alizuje pro budoucího kupujícího) bude vhodné ve smlouvě o správě upravit relativně podrobně vztahy mezi správcovskou společností a projektovou společností, jejich komunikaci, odpovědnost správcovské společnosti, její konkrétní úkoly v rámci řízení projektu a podobné záležitosti. V ostatních případech bývá konkrétní obsah smlouvy o správě z velké části irelevantní, zejména pokud jsou projektová i správcovská společnost řízené stejnými osobami. Důležité však bude stanovení odměny za služby správcovské společnosti, zejména s ohledem na daňové souvislosti (srov. část 4.2).

Smlouvu o správě je potřeba odlišit od smlouvy, podle které se společnost odlišná od projektové společnosti zavazuje zajistit realizaci projektu vlastním jménem na účet projektové společnosti. Taková smlouva se často označuje jako „developerská“ nebo „o developmentu“. Zásadní rozdíl oproti smlouvě o správě společnosti nebo o projektovém managementu spočívá ve zvýšené odpovědnosti správcovské společnosti – v tomto případě developera, který na sebe zpravidla přejímá odpovědnost za včasnou realizaci projektu a někdy i za výši nákladů stavební fáze projektu. Správcovská společnost pak uzavírá jednotlivé smlouvy týkající se realizace projektu, zejména smlouvu o dílo s generálním dodavatelem, vlastním jménem. Po ukončení výstavby je důležité zajistit postoupení práv z těchto smluv, zejména záruk, popřípadě zádržného, na projektovou společnost.

Pokud se projektem zabývá určitá skupina zaměstnanců správcovské společnosti trvale, existuje při převodu akcií v projektové společnosti (tj. vlastnictví a správy projektu) na nového akcionáře poměrně specifické a často opomíjené riziko. Pokud totiž dochází k ucelenému přechodu určitých činností (tj. správy konkrétního projektu) na nový subjekt (často nového investora nebo jinou správcovskou společnost), může dojít i k přechodu zaměstnaneckých vztahů, a to přímo ze zákona a bez ohledu na dohodu mezi kupujícím a prodávajícím.³ Na základě tohoto přechodu se původní zaměstnanci správcovské společnosti, se kterými by správcovská společnost následně chtěla rozvázat pracovní poměr, mohou stát zaměstnanci kupujícího se všemi z toho vyplývajícími právními důsledky (nemožnosti výpovědi, povinnosti platit odvozy apod.). Kupující se v takovém případě může dostat do nepříjemné situace a proto je vhodné tuto problematiku při transakcích smluvně ošetřit.

Generální dodavatel a smlouva o dílo

Pro zajištění výstavby projektová společnost (*objednatel*) zpravidla uzavírá smlouvu o dílo s generálním dodavatelem stavebních prací (*zhotovitel*), který zajišťuje komplexní výstavbu. V některých případech může projektová společnost uzavírat smlouvy přímo s jednotlivými zhotoviteli (jinak tzv. *subdodávky*). Z pohledu financování projektu jsou důležité některé zásadní parametry smlouvy o dílo.

/3/ Srov. § 338 zákoníku práce (zákon č. 262/2006 Sb.), ale zejména směrnici 23/2001/ES a judikaturu k ní, shrnutí na http://ec.europa.eu/employment_social/labour_law/documentation_en.htm

/a/ Forma ceny díla

Cenadíla je obvykle stanovena jako cena pevná anebo jako maximální garantovaná cena a investoři trvají na tom, aby byla neměnná, s výjimkou následné změny zadání projektu ze strany projektové společnosti. Zhotovitel proto často nese rizika spojená s výstavbou, která může odvrátit nebo pojistit (například stav staveniště). Je však důležité přesně stanovit rozsah díla, za který je příslušná cena stanovena.

Zároveň je důležité správně nastavit splatnost ceny, která by měla být placena postupně, podle postupu prací, vždy však pouze po prověření správnosti zhotovení příslušné části stavby. Splátnost ceny musí být jednoznačně v souladu s podmínkami čerpání úvěru, z něhož bude financována.

V některých případech se cena určuje na základě položkového rozpočtu nebo smlouva připouští valorizaci ceny z důvodu zvýšení cen vstupů zhotovitele. Takové nastavení smlouvy může způsobit menší předvídatelnost finální ceny.

Celková cena je určena s ohledem na rozdělení rizik výstavby mezi projektovou společnost a zhotovitele. Je proto vhodné dbát na to, aby rizika, která projektová společnost nekryje jinak, byla v co nejvyšší míře přenesena na zhotovitele, popřípadě aby byla zajištěna jinak. Půjde zejména o rizika spojená s vadami projektové dokumentace a se stavem staveniště, popřípadě o klimatické podmínky.

/b/ Odpovědnost za nedodržení termínu

Smlouva o dílo obvykle obsahuje smluvní pokuty, které je zhotovitel povinen uhradit v případě, že nedodrží termín dokončení projektu, popřípadě termín dokončení jednotlivých etap – dosažení tzv. milníků (*milestones*). Výše těchto pokut bývá nastavena (samozřejmě s ohledem na vyjednávací schopnosti a pozici stran) tak, aby přibližně pokryla škody vzniklé zdržením projektu, zejména pak zvýšené náklady na financování.

/c/ Záruka za provedení díla

Zhotovitel zpravidla poskytuje záruku (bankovní nebo jinou) za úspěšné provedení díla ve výši 5-10% z celkové ceny. Tato záruka bývá splatná pro projektovou společnost na první požádání tak, aby v případě, že nastanou problémy, pokryla náklady na zajištění pokračování ve výstavbě jiným zhotovitelem. Tím je zhotovitel motivován stavbu provést kvalitně.

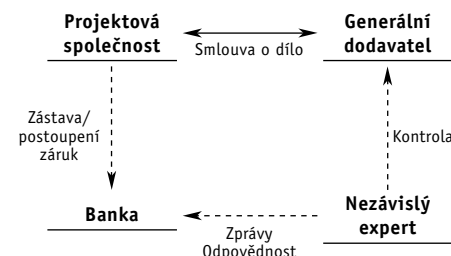
Financující banky často požadují postoupení nebo zastavení záruky za provedení díla, stejně jako záruky za jakost díla. Tyto záruky by takové opatření proto měly umožňovat.

/d/ Záruka za jakost díla a zádržné

Zhotovitel poskytuje záruky za kvalitu díla, často formulované s ohledem na existující normy nebo standardy používané v odvětví. Z pohledu financování jsou důležité záruční doby a jejich srovnání s plánovanou dobou příslušných úvěrů, popřípadě omezení rozsahu náhrady škody zhotovitelem.

Povinnost provést některé záruční opravy, zejména ty, které jsou zjištěny při převzetí díla, bývá zajištěna zádržným nebo bankovní zárukou, obvykle ve výši 5-10% celkové ceny.

V případě rezidenčních projektů, kdy projektová společnost po prodeji veškerých bytů vstupuje do likvidace, je důležité umožnit využití práv ze záruk zákazníky i po zániku projektové společnosti. Pokud je jejich přímý převod na zákazníky nevhodný nebo jej zhotovitel neakceptuje, je vhodné převést záruky na společnost, která bude nemovitost spravovat, popřípadě (v rámci možností) na společenství vlastníků bytů.



Vztah s dodavatelem, obr. 4

Kromě výše uvedeného budou mít investoři nebo banky zájem být informováni o zásadnějších změnách nebo okolnostech týkajících se realizace stavby. Často žádají umožnění přítomnosti jimi najatého stavebního dozoru na stavbě a jeho přístupu ke všem dokumentům. Smlouva o dílo by měla takovou možnost připouštět.

Při prestižních projektech mají investoři někdy zájem kontrolovat otázku, kdo bude subdodavatelem generálního dodavatele, zejména pro důležité části projektu, a budou trvat na tom, aby ke změnám v těchto parametrech nedošlo bez jejich souhlasu.

Projektová společnost i zhotovitel mohou vůči sobě na základě smlouvy o dílo uplatňovat nároky, často velmi podstatné. Proto je důležité, aby bylo uplatňování nároků (*claims*) ze strany zhotovitele omezeno časově a popřípadě i co do výše. Zároveň je zcela stěžejní, aby každá strana smlouvy o dílo důkladně instruovala pracovníky, kteří se výstavbou zabývají (popřípadě příslušné konzultanty), jakým způsobem se dohadují změny díla a ceny podle smlouvy a aby tito důsledně podle dohodnutého schématu postupovali. V opačném případě může dojít k překročení rozpočtu pouze z důvodu nedodržení požadovaných postupů.

Standardním, nicméně zcela zásadním, je ustanovení o tom, že vlastníkem zhotovované stavby je od jejího vzniku projektová společnost (důležité zejména pro případ úpadku zhotovitele), avšak nebezpečí škody na stavbě (tj. riziko spojené s tím, že

stavba bude z důvodu vyšší moci poškozena nebo zničena) nese zhotovitel.⁴ Pokud je nebezpečí škody na věci nastaveno jinak, musí tomu projektová společnost přizpůsobit své pojistné krytí. Zároveň by se developer měl snažit prosadit, aby subdodavatelé neměli výhradu vlastnického práva k dodávaným zařízením.

2/4 Architekti a další dodavatelé

Kromě generálního dodavatele bude projektová společnost potřebovat k zajištění realizace projektu řadu služeb, které většinou zajišťuje prostřednictvím samostatných smluv s jejich dodavateli (například požární ostraha, bezpečnost, opravy výtahů, stavební dozor). Někdy tyto služby zajišťuje správcovská společnost nebo uzavírá smlouvy o nich pro více projektů, které spravuje.

Mezi dalšími dodavateli mají klíčové postavení architekti. Důvodem je na jedné straně otázka vzhledu budovy, na druhé straně však také jejich autorská práva k projektu jako architektonickému dílu. Z pohledu financování je důležité, aby autor neměl právo zabránit úpravám stavby, které se stanou potřebnými z důvodu plnění právních povinností nebo, a to zejména, z důvodu obchodní potřeby, například změny situace na trhu (například změně rezidenčního projektu na komerční nebo úpravě obchodních prostor na kanceláře). I když se práva autora v této otázce někdy přeceňují, je vhodné dbát na jejich důkladnou úpravu ve smluvní dokumentaci o provedení architektonického díla. Současná česká zákonná úprava opravňuje vlastníka stavby provést změny „v míře nezbytně nutné a při zachování hodnoty díla“.⁵ To může vyvolávat interpretační spory, ale zejména se to může jevit jako nedostatečné vzhledem k tomu, že autor má obecně, s uvedenou výjimkou, právo zamezit i bez uvedení důvodu jakékoliv změně svého díla.

Při právní úpravě vztahů s architekty je zároveň vhodné vycházet z materiálů publikovaných příslušnými komorami, zejména Českou komorou architektů a Mezinárodní unií architektů, nebo tyto dokumenty alespoň znát.⁶ Tyto dokumenty totiž, zejména pokud neexistuje důkaz opaku, mohou reprezentovat zvyklosti v oboru, které jsou pro profesionály (včetně developerů) závazné. Kromě toho mohou v případě nejistoty sloužit pro výklad konkrétních termínů, často i s dopadem na možnost realizace navrženého projektu (např. pokud je při vypsání nesprávně označen typ soutěže nebo rozsah práv postupovaných autory na vypisovatele soutěže).

2/5 Zajištění výnosů – pronájem prostor u nerezidenčních projektů

Základním zdrojem zisku v rámci standardního nerezidenčního developerského projektu je pronájem nebytových prostor (kancelářských ploch či obchodních jednotek). S ohledem na zajištění návratnosti investice se část nebytových prostor zpravidla „předpronajímá“

/4/ Srov. § 542 obchodního zákoníku

/5/ Srov. § 38d zákona č. 121/2000 Sb., autorského zákona, ve znění k 4. červnu 2007

/6/ Srov. zejména Soutěžní řád České komory architektů na www.cka.cc nebo International Competitions Guide publikované Mezinárodní unií architektů (není dostupný on-line)

ještě předtím, než dojde k zahájení výstavby. Většina developerů dokonce má ve vlastních interních směrnících stanoveno přesné procento „předpronajatých“ prostor. Stejně tak financující banky zpravidla požadují uzavření smluv o budoucích smlouvách nájemních na určité části prostor.

Smlouva o budoucí nájemní smlouvě musí umožňovat developerovi posunout termín realizace projektu, aniž by zároveň došlo k ohrožení budoucího nájmu či dosažení příjmů z něj. Zároveň by měla poskytovat určitou záruku, že pohledávky na nájemném budou splaceny. Standardně se vyžaduje od nájemců bankovní záruka nebo záloha ve výši několikaměsíčního nájemného (tři až devět měsíců) nebo ručení ze strany mateřské společnosti, pokud je finančně dostatečně silná. Samotná nájemní smlouva je běžně nastavená výrazně ve prospěch pronajímatele. Největší nájemci jsou samozřejmě schopni sjednat změny smlouvy, nejtvrďší smlouvy jsou uzavírány s malými nájemci.

K předání pronajímaných prostor dochází zpravidla ve fázi, kdy nejsou stavebně dokončeny. Nájemci pak sami (za doby trvání smlouvy o smlouvě budoucí) upravují nebytové prostory (tzv. *fit-outs*), které se kolaudují. U nákupních center je pak pravidlem, že nájemci jsou povinni připravit své prostory k otevření ve stanovený den otevření nákupního centra.

Vzhledem k tomu, že investoři mají zájem na tom, aby nájemné představovalo čistý výnos z investice do projektové společnosti, jsou nájemci zpravidla kromě nájemného povinni hradit veškeré další náklady na provoz nemovitosti, jako jsou například příspěvky na marketing, pojištění nemovitosti, daně z nemovitosti (ne však daň z příjmů pronajímatele) a veškeré služby spojené se správou nemovitosti. Takové nájemny se označují jako *triple-N*, tj. třikrát čisté (*net*), protože pronajímateli pokrývají veškeré náklady na správu nemovitosti, pojištění i zdanění nemovitosti.

Nájemní smlouvy velmi detailním způsobem upravují předání prostor, vyklizení, pojištění, předpisy nákupního centra, podnájem, stavební úpravy, běžnou údržbu prostor, ostrahu, úpravy nájemného apod. U nákupních center je běžné, že je kromě základního nájemného stanovené nájemné z obratu, které nájemce zaplatí, přesáhne-li jeho obrat v pronajatých prostorách určitou částku. Nájemné se běžně zvyšuje poměrně k inflaci za příslušný rok.

Zajištění výnosů – prodej bytů u rezidenčních projektů

2/6

U rezidenčních projektů se výnos z projektu realizuje prodejem bytových jednotek nebo rodinných domů (popřípadě parcel s inženýrskými sítěmi a stavebním povolením) zákazníkům. K prodeji dochází zpravidla na základě smlouvy o smlouvě budoucí, kterou se zákazník i projektová společnost zavazují uzavřít kupní smlouvu ke konkrétní jednotce, často ještě předtím, než se projekt začne stavět, zásadně však již v době, kdy existuje stavební povolení. Ve smlouvě o smlouvě budoucí je důležité přesně vymezit jednotku, které se týká, a stanovit mechanismus platby kupní ceny nebo záloh.

V případě bankovního financování bude finální kupní cena splatná zpravidla na zvláštní vázaný účet u financující banky (zálohy ne nutně, pokud se používají na financování výstavby), z něhož se po vkladu vlastnictví jednotky ve prospěch zákazníka uvolní rovnou na splátku úvěru. V této souvislosti je potřeba předem (v úvěrové smlouvě mezi projektovou společností a bankou a ve smlouvách o budoucích kupních smlouvách se zákazníky) nastavit mechanismus uvolňování zástavního práva financující banky, a to zejména pro případ, že si zákazník na nákup jednotky bere hypotéku.

U rezidenčních projektů je důležité správné nastavení práv k částem projektu, které musejí využívat všichni zákazníci společně (zejména sítě a komunikace, společné části domu). V případě rodinných domů je často možné po dohodě dosáhnout převzetí toho úkolu obcí. V případě bytových projektů se dům dělí na bytové jednotky (tzv. *condominium*) – vlastník bytu je automaticky spoluvlastníkem společných částí domu v rozsahu odpovídajícím podlahové ploše jeho bytu.⁷ V domech s více než pěti jednotkami spravuje společné části domu a další společné záležitosti zvláštní právnická osoba – společenství vlastníků jednotek.

Ve vztahu k případným vadám bytu je potřeba rozlišovat mezi dvěma kategoriemi: (a) vady, který byt má v době předání a které nejsou zjevné (za zjevné vady prodávající neodpovídá, není-li dohodnuto jinak),⁸ a (b) vady, které vzniknou dodatečně. Na první kategorii se vztahují pravidla o odpovědnosti za vady a podle zákona musí kupující vadu vytknout prodávajícímu do šesti měsíců. Druhá kategorie vad odpovídá nárokům ze záruky za jakost. Ze zákona v případě prodeje bytu nebo rodinného domu nevyplývá povinnost poskytnout záruku – mělo by být tudíž plně na dohodě stran, jakou záruku sjednají. Soudy však dovodily,⁹ že i na prodej bytu se vztahují ustanovení zákona o 24-měsíční záruční lhůtě týkající se původně pouze prodeje zboží v obchodě. Developer by proto měl při uzavírání smlouvy o dílo zajistit, aby záruky od generálního dodavatele byly v souladu s těmito požadavky.

2/7 Prodej projektu

Prodej realizovaného projektu finálnímu investorovi je závěrečnou fází a často zároveň cílem developera. Okruh potencionálních finálních investorů je obvykle developerovi předem znám a projekt se mnohdy provádí na základě předběžné smlouvy s budoucím finálním investorem. Jednání mezi finálním investorem a developerem obvykle trvají několik měsíců a začínají v dostatečném předstihu před otevřením budovy a zahájením činnosti projektu.

Prodej projektu se provádí zpravidla formou prodeje projektové společnosti, která byla pro daný projekt zřízena, resp. jejích akcií. Někdy však dochází i k prodeji samotné

budovy, i když takový postup se používá omezeně z důvodu daňové nevýhodnosti a z důvodu potřeby převodu veškerých smluv (s výjimkou nájemních) týkajících se projektu, které se při prodeji neukončují, a to i přes výhody spočívající v omezení rizik spojených s historií projektové společnosti (skryté závazky apod.).

Finální investor provádí právní audit projektové společnosti (*legal due diligence*), na jehož základě se upravuje struktura akvizice a smluvní dokumentace (viz část 6.2).

Pokud nabývá finální investor akcie projektové společnosti, která je dlužníkem ve vztahu k bankám, je nezbytné zjistit, zda úvěrová smlouva obsahuje omezení týkající se převodu akcií projektové společnosti (tzv. *change of control clause* – viz část 7.2.7). Pokud ano, je potřeba buď vyžádat souhlas banky s převodem akcií, nebo při uzavření transakce splatit úvěr bance z prostředků poskytnutých projektové společnosti v rámci nového úvěru od jiné banky nebo od investora (tzv. *refinancing*). Pro tyto účely se většinou od stávající banky vyžadují potvrzení o výši úvěru (tzv. *pay-off letter*) a následně potvrzení o zániku zajištění (tzv. *release of security*).

Prodej se zpravidla realizuje na základě komplexní kupní smlouvy. K samotnému převodu často dochází delší dobu po uzavření smlouvy, někdy to může být i několik let (tzv. *forward sale*). Takový odložený převod se označuje jako vypořádání transakce (*closing*). Základní parametry kupní smlouvy z hlediska financování jsou:

- a/___ **splatnost kupní ceny:** Kupní cena může být placena přes vázaný účet, kdy je celá částka složena předem a uvolněna v den vypořádání transakce, nebo může být hrazena v den vypořádání transakce s tím, že banka kupujícího vystaví prodávajícímu potvrzení o její neodvolatelné úhradě (tzv. *transfer confirmation*). Je důležité zajistit, aby podmínky úhrady kupní ceny byly v souladu s úvěrovou dokumentací kupujícího.
- b/___ **potřeba refinancování:** Kupní smlouva musí obsahovat mechanismus, který kupujícímu umožní zajistit podepsání nové úvěrové dokumentace projektovou společností ještě před převodem akcií (a tudíž zaplacením kupní ceny).
- c/___ **stanovení ceny:** Kupní cena často není stanovena pevně, ale její výše se odvíjí od aktuální rozvahy projektové společnosti a někdy i od konkrétního stavu nájmu projektu (viz část 8.2). V takovém případě je z pohledu kupujícího důležité zabránit tomu, aby kupní cena splatná při vypořádání transakce převýšila disponibilní zdroje. K tomu často slouží proces dohodování kupní ceny krátce před vypořádáním transakce, popřípadě stanovení dodatečné splatnosti pro část kupní ceny přesahující jistou maximální výši.

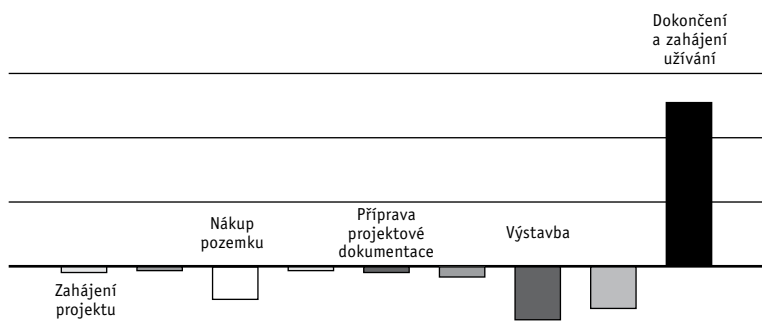
/7/ Viz. zákon č. 72/1994 sb., o vlastnictví bytů, v platném znění

/8/ Srov. § 500 odst. 1 občanského zákoníku

/9/ Srov. §§ 612 až 627 občanského zákoníku a rozsudky Nejvyššího soudu sp. zn. 33 Odo 1314/2005 z 27. července 2006 a sp. zn. 28 Cdo 2777/2006 ze dne 22. srpna 2007

3/1 Cash-flow projektu, výnos, diskontace, yield

Nastavení financování projektu musí být přizpůsobeno předpokládaným peněžním tokům projektu tak, aby projektová společnost měla vždy k dispozici potřebné prostředky a aby mohla bez dodatečných nákladů splatit své závazky, pokud bude mít k dispozici nepotřebné peníze. Peněžní toky projektu se vyvíjejí v závislosti na fázi a typu projektu.



Vztah s dodavatelem, obr. 4

Při přípravě finanční struktury projektu se zohledňuje úročení úvěrů a požadované zhodnocení vložených investic. Z uvedeného důvodu se při vyhodnocování nákladů a výnosů projektu jednotlivé peněžní toky, které budou realizovány v budoucnu, snižují (*diskontují*) o úroky, tj. započítává se z nich částka, která by, pokud by k ní po celé období přirůstal stanovený úrok, v den realizace příslušného výnosu nebo nákladu odpovídala skutečně placené částce. Na základě takového výpočtu (a projekce peněžních toků) se stanoví tzv. čistá současná hodnota budoucích peněžních toků¹⁰ (*net present value – NPV*), tj. hodnota projektu.

Z této skutečnosti vychází ukazatel tzv. výnosnosti projektu (*yield*), používaný v případě komerčních projektů, které mají generovat příjem (nájemné) po předem neohrazenou dobu. Jednorázová investice (koupě) do projektu by tak měla přinášet po celou dobu trvání investice (která se předpokládá jako nekonečná) konstantní příjem právě ve výši *yield*. Formálně se *yield* stanoví jako diskontní sazba (tj. úroková míra), při níž nekonečná řada budoucích čistých příjmů projektu (po odečtení nákladů, ale před úhradou daní a úroků z úvěrů) má současnou hodnotu odpovídající celkové výši investice.

^{10/} Čistá současná hodnota je odvozena z tzv. současné hodnoty (present value), při níž se však nepočítá s náklady

Yield se používá jako měřítko například pro stanovení kupní ceny komerčních nemovitostí, když se ceny veškerých nemovitostí na trhu převádějí na odpovídající *yield* a podle toho se stanoví výhodnost obchodu. Zároveň se kupní cena při prodeji nemovitosti v době, kdy ještě není plně pronajata a není zřejmá celková výše budoucího nájemného, často počítá později v době převodu na základě předem stanoveného *yield*u.

Příklad:

Prodej obchodního centra	
Kupní cena	200 mil. Kč
Roční nájem	10 mil. Kč
Yield	5%

Poznámka:

V obchodních vztazích se *yield* počítá jako číslo, kterým když vydělíme celkové roční nájemné, dostaneme kupní cenu.

$$Cena = \frac{\text{Nájemné}}{\text{Yield}}$$

Na základě obdobné úvahy se stanovuje i základní ukazatel, který používají pro vyhodnocení ziskovosti projektu investoři, a to vnitřní míra výnosnosti (*internal rate of return – IRR*). *IRR* představuje roční procentuální sazbu zisku (nebo ztráty) projektu a stanoví se jako diskontní sazba, při jejímž použití se čistá současná hodnota všech peněžních toků projektu rovná nule. *IRR* často používají investoři při posuzování výhodnosti projektu ve srovnání s jinými a používá se též zpětně po realizaci investice v době, kdy již projekt generuje zisk, pro posouzení reálné ziskovosti projektu. *IRR* však není možné zaměňovat s výnosností (*yield*), jak byla výše popsána, protože se zpravidla počítá z jiného základu.

Úrovně financování a rizikovitost projektu

Financování projektu má zpravidla dvě základní složky: jsou to vlastní zdroje developera (většinou nazývané *equity*) a dále pak cizí zdroje získané obvykle od banky nebo finančního investora. Základní rozdíl mezi vlastními a cizími zdroji je v rozdělení rizika a výnosů. S cizími zdroji se zpravidla spojuje fixní výnos, priorita při vyplácení výnosů projektu a nižší riziko nedosažení vytčených cílů projektu (obvykle pouze riziko úplného kolapsu). S vlastními zdroji se na druhé straně spojuje variabilní výnos v závislosti na úspěšnosti projektu, podřízenost při vyplácení výnosů a vysoké riziko ztráty, resp. nižší návratnosti.

Realizace projektu pouze z vlastních zdrojů je pro většinu developerů ekonomicky nerentabilní (i když u vysoce rizikových projektů jde často o jediné dostupné řešení). Na druhé straně realizace pouze za použití cizích zdrojů je většinou nemožná, protože věřitelé trvají na tom, aby dlužník – developer vložil do projektu i vlastní peníze a to zpravidla předtím, než je uvolněno první čerpání z úvěru.

Rozdělení zdrojů projektové společnosti na vlastní a cizí se ne vždy kryje s obchodním charakterem původu těchto zdrojů. Je tak potřeba rozlišovat mezi pohledem třetí strany a pohledem projektové společnosti (viz část 3.2.2), mezi účetním, právním a obchodním pohledem.

3/2/1 Vlastní a cizí zdroje

Do vlastních zdrojů se běžně zahrnují finanční prostředky, které projektová společnost není povinna splácet, resp. které je povinna splácet pouze poté, kdy splatí veškeré své závazky. Patří mezi ně základní kapitál a další kapitálové fondy (příplatky), popřípadě nerozdělený zisk z minulých let. Takový zisk však na počátku projektu obvykle neexistuje.

Otázka, zda lze určité finanční prostředky poskytnuté projektové společnosti považovat za její vlastní zdroje, je často relativní. Do vlastních zdrojů se pro účely výpočtu výše vlastních zdrojů z pohledu banky (tj. v rámci úvěrového vztahu) často zahrnují podřízené úvěry, které zpravidla poskytují akcionáři projektové společnosti, popřípadě jiná společnost ze skupiny s nimi spojená (*FinCo*). Takové úvěry však lze považovat za vlastní zdroje pouze z pohledu subjektů, vůči jejichž pohledávkám jsou podřízené (pokud nejsou podřízené vůči všem dluhům projektové společnosti).

Při větších projektech může projektová společnost, popřípadě holdingová společnost, získávat vlastní zdroje i prostřednictvím emise akcií na burze (prostřednictvím tzv. *initial public offering - IPO*). Toto téma však přesahuje možnosti této publikace.

3/2/2 Rizikovost projektu a typy financování

Struktura rizik projektu se mění v čase v závislosti na fázi projektu (viz část 1.2) a na zajištěnosti (resp. míře spekulace) návratnosti vložených investic. Návratnost je zkoumána ze dvou úhlů:

i/___ Primární zdroj – analýza poskytne odpověď na **zajištěnost zdrojů** na splacení kapitálu (resp. úvěrových zdrojů) z **prodeje nemovitosti nebo jejího pronájmu**.

ii/___ Sekundární zdroj – analýza poskytne odpověď na **zajištěnost zdrojů** na splacení kapitálu (resp. úvěrových zdrojů) v případě, že primární zdroj není dostatečný na splacení kapitálu, **zpeněžením movitých či nemovitých zástav**.

Zajištěnost návratnosti udává jednotlivým financierům mantinely pro strukturování financování. Na základě předpokládané návratnosti se pak dá stanovit, jaké zdroje jsou nejvhodnější pro financování projektu.

Seniorní úvěrové financování (*senior bank loan*) je vhodné v případě, že jsou dostatečné primární i sekundární zdroje návratnosti. Obvyklou formou jsou seniorní bankovní úvěry (často zajištěné) nebo dluhopisy, které jsou též často zajištěné anebo jsou svázané s důsledným zákazem poskytování jiného zajištění (viz část 7.2.4).

Mezaninové financování (*mezzanine financing*) je vhodné v případě, že primární zdroje jsou dostatečné a sekundární zdroje nepostačují na zajištění návratnosti. Obvyklou formou jsou juniorní úvěry (např. se zástavou nemovitosti v druhém pořadí) či nezajištěné dluhopisy, často s pořadím (tj. s návratností) podřízenou seniornímu financování.

Private equity financování je vhodné v případě, že primární ani sekundární zdroje nejsou dostatečné k zajištění návratnosti. Obvyklou formou jsou akcie, podíly na společnostech, podřízené úvěry či speciální dluhopisy omezující návratnost (např. konvertibilní dluhopisy).

Mezaninové financování a private equity investice se v oblasti realit často realizují prostřednictvím struktur, které jsou blíže popsány v kapitole 8.

Projektová společnost realizující developerský projekt bude mít zpravidla sídlo i daňový domicil (kterým je v závislosti na smlouvě o zamezení dvojího zdanění místo, z něhož je skutečně řízena) na území České republiky. Z toho důvodu bude projektová společnost podléhat českým daňovým zákonům, které jsou hlavním předmětem této kapitoly. Nicméně akcionáři a věřitelé projektové společnosti se nacházejí často mimo území České republiky, někdy z faktických důvodů, někdy z důvodu daňově výhodnější struktury, která se tak dá dosáhnout. Proto je níže do jisté míry popsána i interakce českého daňového režimu s režimy zahraničními.

4/1 Daně ve vztahu k jednotlivým fázím developerských projektů

V návaznosti na zvolenou strukturu lze předpokládat, že projektová společnost bude developerský projekt vykazovat v aktivech. Většina nákladů spojených s přípravou a realizací developerského projektu (například projektové a další studie, vyvolané investice, inženýrské a stavební práce, zprostředkovatelské provize apod.) bude tedy v návaznosti na účetní předpisy aktivována do pořizovací ceny. Toto platí zejména v případě, kdy bude společnost developerský projekt považovat za dlouhodobý hmotný majetek. Výjimkou jsou pouze úroky z úvěrů na vlastní výstavbu, u nichž může společnost rozhodnout, zda tyto finanční náklady také zahrne v období výstavby do pořizovací ceny projektu, nebo budou zaúčtovány jako součást nákladů běžného období. Toto rozhodnutí je však třeba zvážit i s ohledem na případné dopady v oblasti nízké kapitalizace (viz část 4.3).

Úroky, licenční poplatky a další úhrady do zahraničí v průběhu a po ukončení výstavby mohou být obecně předmětem srážkové daně (viz část 4.4). Pokud zahraniční subjekt požaduje, aby dostal plnou částku na svůj účet, může dojít k tomu, že platba bude muset být navýšena právě o tyto daně (tzv. brutace, nebo *gross-up*) a účtována k tíži projektu. Zároveň v případech dobrovolného převzetí některých daňových povinností nemusí být tyto úhrady daňově odpočitatelnou položkou.

Obecně si projektová společnost může ve stavební fázi nárokovat daň z přidané hodnoty (DPH) na vstupu, s čímž je spojen pozitivní dopad na cash-flow společnosti (viz část 4.7). V návaznosti na zvolený způsob dalšího nakládání s investicí (prodej projektové dokumentace, pozemku, nemovitosti, pronájem nemovitosti, prodej podílu) mohou tyto transakce podléhat DPH na výstupu a v některých případech mohou též mít negativní dopad na dříve uplatněnou DPH na vstupu.

Po dokončení projektu dochází k jeho prodeji finálnímu investorovi. Finální investor má zájem dlouhodobě vlastnit projekt a inkasovat z investice výnosy ve formě nájemného, dividend, případně též po nějaké době projekt dále prodat. Převod projektové společnosti finálnímu investorovi (*share deal*) znamená pro kupující společnost nemožnost uplatnit úroky z úvěru na pořízení podílu v dceřiné společnosti jako daňo-

vě odpočitatelný výdaj.¹¹ V některých případech jsou tyto okolnosti důvodem k tzv. poakviziční fúzi (viz část 5.1). Z pohledu prodávajícího jsou to pak podmínky osvobození kapitálových zisků (viz část 4.6).

Transfer pricing

V řadě případů jsou projekty realizovány ve spolupráci několika samostatných společností, přestože některé z nich patří do stejné ekonomické skupiny, tj. podléhají kontrole stejných subjektů. Může jít o stavební a inženýrské společnosti, projektové, poradenské, správcovské či financující subjekty. Ceny sjednané mezi kapitálově nebo jinak spojenými osobami by měly odpovídat cenám u obdobných transakcí mezi nezávislými osobami (tzv. obvyklým cenám).¹²

Finanční úřady mohou požadovat detailní přehled/dokumentaci o transakcích mezi spojenými osobami, o cenách, které jsou sjednány mezi těmito osobami za prodaný materiál, poskytnuté služby atd., včetně dokumentace prokazující, jak poskytnuté služby přispívají k dosažení, zajištění a udržení zdanitelných příjmů společnosti. Vhodné je také připravit dokumentaci detailně popisující způsob výpočtu odměny za dodávky, služby či licence vyplácených společností. V případě, že úhrady nejsou dostatečně zdokumentovány a obhájeny, finanční úřad je může zpochybnit a příp. vyloučit jako daňově neuznatelné. Následně pak mohou být některé platby překlasifikovány na dividendy, které podléhají 15% srážkové dani (viz část 4.5). Tato dokumentace by měla být připravena již v době, kdy společnost uplatňuje tyto výdaje jako daňově uznatelné náklady včetně odpisů.

V případě stanovení úrokové sazby se až do konce roku 2007 za cenu obvyklou, tj. obvyklou úrokovou sazbu, při poskytnutí půjčky mezi spojenými osobami považovala úroková sazba odpovídající 140 % diskontní úrokové sazby stanovené Českou národní bankou. Od 1. ledna 2008 se však výše uvedené ruší a plátce daně musí prokázat, že placený/přijatý úrok odpovídá úroku, který by byl sjednán u obdobné transakce mezi nezávislými osobami.

V případě, že sjednaná úroková sazba je vyšší než obvyklá, část úroků je považována za daňově neuznatelný náklad. Tato část úroků, která je považována za daňově neuznatelnou, pak může být překlasifikována na dividendy.

Výše uvedená pravidla a náležitosti dokumentace obvyklých cen platí nejenom pro oblast služeb a licencí, ale také pro nákup a prodej zboží a další transakce mezi spojenými osobami.¹³

/11/ Srov. § 25 odst. 1 písm. zk) ZDP

/12/ Srov. §23 odst. 7 ZDP

/13/ Podrobný popis požadavků na studii o převodových cenách je uveden v metodických pokynech D-258, D-292 a D-293.

Pro daňovou uznatelnost úroků je nutné splnění podmínek testu nízké kapitalizace. Od 1. ledna 2008 jsou podmínky přísnější a rozšířil se okruh testovaných úroků. Nicméně pro nejasnost některých ustanovení se připravuje další novelizace ZDP, která možná bude mít i zpětný účinek.

Pravidlům nízké kapitalizace podléhají úroky z úvěrů včetně ostatních finančních nákladů (např. náklady na zajištění, zpracování úvěrů, poplatky za záruky). Takové finanční náklady jsou považovány za daňově neuznatelné při splnění některé z následujících podmínek:

- a/___ přesáhnou-li za zdaňovací období jednotnou úrokovou míru zvýšenou o čtyři procentní body (taková úroková míra bude stanovena jako průměr z referenční hodnoty úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit podle jednotlivých měn), nebo
- b/___ plynou z úvěrů a půjček, které jsou podřízeny ostatním závazkům poplatníka (není zřejmé, zda stačí podřízenost jednomu jinému závazku nebo musí být podřízen všem), nebo
- c/___ úrok nebo výnos z úvěru či půjčky je odvozován ze zisku poplatníka, nebo
- d/___ úhrn úvěrů a půjček (od spojených i nespojených osob) přesahuje ve zdaňovacím období šestnásobek vlastního kapitálu (od roku 2009 čtyřnásobek), nebo
- e/___ úhrn úvěrů a půjček od spojených osob přesahuje dvojnásobek (u bank a pojišťoven trojnásobek) vlastního kapitálu. Do úhrnu úvěrů a půjček od spojených osob budou zahrnovány i úvěry a půjčky, které jsou spojenou osobou pouze zajištěny (není zřejmé, zda se za zajištění považuje i zástava akcií dlužníka a závazek spojené osoby navýšit vlastní zdroje dlužníka).

Nová pravidla nízké kapitalizace se nepoužijí pro finanční náklady u úvěrů a půjček od nespojených osob nepřesahující 1.000.000 Kč.

Za spojenou osobu se považuje zejména osoba, která se přímo nebo nepřímo podílí alespoň 25 % na kapitálu nebo na hlasovacích právech druhé osoby, resp. je pod takovým vlivem stejné osoby, nebo se jedná o jinak spojenou osobu (např. na jejímž vedení nebo kontrole se podílely shodné osoby nebo osoby blízké).

Přechodná ustanovení upravují odložení účinnosti nových pravidel pro úvěry a půjčky uzavřené před nabytím účinnosti novely zákona do roku 2010. Dle původních pravidel byla maximální výše daňově uznatelných úrokových nákladů z úvěrů a půjček od spojených osob omezena čtyřnásobkem vlastního kapitálu dlužníka.¹⁴ Od roku 2010 by se nová pravidla měla použít na všechny úvěry a půjčky.

/14/ Pokud dlužníkem nebyla banka nebo pojišťovna

Úroky placené českým rezidentem daňovému nerezidentovi podléhají obecně dle zákona o daních z příjmů 15% srážkové dani. Česká republika je smluvní stranou řady smluv o zamezení dvojího zdanění, které mají přednost před použitím ustanovení zákona o daních z příjmů. Značná část smluv o zamezení dvojího zdanění vylučuje použití srážkové daně při platbě úroků do zahraničí či stanoví různou výši sazeb srážkové daně (většina států aplikuje nulovou sazbu, některé 5%, 10%, výjimečně 15%). Pro uplatnění srážkové daně dle odpovídajících smluv o zamezení dvojího zdanění (resp. pro zamezení placení srážkové daně) musí být k dispozici následující dokumenty:

- a/___ potvrzení o daňovém domicilu společnosti, která je příjemcem úrokových plateb, a
- b/___ čestné prohlášení věřitele, že je skutečným vlastníkem úrokových příjmů.

Licenční poplatky jako například úhrady za software, právo na užití předmětu průmyslového vlastnictví, know-how apod. mají podobné daňové dopady.

Zdanění dividend

Dividendové příjmy plynoucí z účasti v akciové společnosti a příjmy plynoucí z podílu na zisku s.r.o. jsou obecně předmětem 15% srážkové daně.¹⁵ Srážková daň z těchto příjmů je konečná a musí být sražena plátcem.

Dividendy vyplácené zahraničním společnostem podléhají 15% srážkové dani. Tato sazba ještě může být snížena dle odpovídajících smluv o zamezení dvojího zdanění. Většinou za splnění určitých podmínek je srážková daň ve výši 5%, 10% nebo 15%. Pro uplatnění srážkové daně dle odpovídající smlouvy o zamezení dvojího zdanění (resp. pro prokázání, že srážkovou daň není potřeba platit) by měly být k dispozici obdobné dokumenty, jako pro zamezení aplikace srážkové daně (viz část 4.4).

V případě dividendy plynoucí od dceřinné společnosti do společnosti mateřské lze uplatnit osvobození tohoto příjmu od srážkové daně,¹⁶ avšak pouze pokud:

- a/___ mateřská i dceřinná společnost jsou (A) akciovou společností, společností s ručením omezeným nebo družstvem, které jsou českými daňovými rezidenty, nebo (B) společností, která je daňovým rezidentem jiného členského státu Evropské unie¹⁷ nebo rezidentem Švýcarské konfederace, a
- b/___ mateřská společnost má nejméně po dobu 12 měsíců nepřetržitě alespoň 10% podíl na základním kapitálu dceřinné společnosti.

Od 1. ledna 2008 se osvobození příjmů z dividend nově rozšiřuje i na dceřinné společnosti, které jsou daňovými rezidenty ve státech mimo Evropskou unii, v případě,

/15/ Srov. §36 odst. 2 písm. a) ZDP

/16/ Srov. § 19 odst. 1 písm. ze) ZDP

/17/ Tento pojem je explicitně definován v § 19 odst. 3 písm. a) ZDP

že je s Českou republikou uzavřena účinná smlouva o zamezení dvojího zdanění. Musí být však splněny zákonné podmínky,¹⁸ zejména: společnost vyplácející dividendy/podíly na zisku musí mít srovnatelnou právní formu s českou akciovou společností nebo společností s ručením omezeným; společnost je v obdobném vztahu vůči příjemci této platby jako matka-dcera v České republice; zahraniční společnost podléhá obdobné dani, jako je daň z příjmů právnických osob v České republice, se sazbou minimálně ve výši 12 %.

4/6 Zdanění kapitálových příjmů

Od 1. ledna 2008 jsou příjmy z prodeje podílu mateřské společnosti v dceřinné společnosti od daně osvobozeny, pokud jsou splněny podmínky stanovené v ZDP (srovnatelné s podmínkami pro osvobození dividend, viz část 4.5).¹⁹

V případě nesplnění všech podmínek pro osvobození, které jsou daně ZDP, budou kapitálové zisky ze zdrojů na území České republiky zahrnuty do základu daně mateřské společnosti a budou podléhat 21% sazbě v roce 2008 (20% v roce 2009 a 19% v roce 2010).

Daňová povinnost poplatníků, kteří nemají na území České republiky své sídlo, se vztahuje pouze na příjmy ze zdrojů na území České republiky. Kapitálové zisky jsou považovány za příjem ze zdrojů na území České republiky pouze v případě prodeje českému rezidentovi.²⁰ Smlouvy o zamezení dvojího zdanění, které mají přednost před použitím ustanovení ZDP, však ve většině případů ochraňují prodávajícího před zdaněním v České republice. Netýká se to však například smlouvy o zamezení dvojího zdanění mezi Českou republikou a Německem.

V případě, že prodávající společnost není daňovým rezidentem členského státu Evropské unie, je platce dane (tj. kupující) povinen srazit zajištění dane z částky hrazené poplatníkovi (tj. prodávajícímu) dle právní formy prodávane společnosti, a to ve výši 10% nebo 1%, dle právní formy společnosti, z celkových příjmů pocházejících ze zdrojů na území České republiky.²¹ Sražené zajištění daně by po skončení zdaňovacího období mělo být započteno na celkovou daňovou povinnost poplatníka.

4/7 DPH

Obecně si v průběhu přípravné, realizační inženýrské a stavební fáze projektová společnost může nárokovat DPH na vstupu, tj. DPH zaplacenou dodavatelům, vůči finančnímu úřadu (tzv. *nadměrný odpočet*). Pokud však společnost má konkrétní podnikatelský záměr a je si už při stavbě vědoma toho, že bude nemovitost pronajímat neplátcí (např. má-li již uzavřenou smlouvu), či má během výstavby ještě jiné aktivity, které jsou od daně osvobozeny bez nároku na odpočet, je nutné celkový nárok na odpočet krátit.

/18/ Srov. §19 odst. 9 ZDP účinného od 1. ledna 2008

/19/ Srov. §19 odst. 1 písm. ze) ZDP

/20/ Srov. §22 odst. 1 písm. g) bod 7 ZDP

/21/ Srov. § 38e ZDP

Převod staveb, bytů a nebytových prostor je předmětem DPH. V případě, že dojde k převodu po uplynutí tří let od nabytí nebo kolaudace, je tento převod od daně osvobozen, avšak bez nároku na odpočet DPH. Zároveň v případech odpočtu daně u dlouhodobého hmotného majetku a následně změně účelu použití v období pěti po sobě jdoucích kalendářních let, musí dojít k úpravě již realizovaného odpočtu.

V případě pronájmu nemovitosti přímo projektovou společností je nutno rozlišit, zda je nemovitost pronajata plátcí nebo neplátcí DPH. Pronájem neplátcí DPH je plnění osvobozené od DPH, avšak bez nároku na odpočet. V tomto případě může dojít k povinnosti upravit odpočet daně a projektová společnost případně musí příslušnou část nároku na odpočet vrátit.

Daná problematika je poměrně složitá, proto by měl být každý případ posuzován samostatně.

Mezinárodní struktury a jejich význam

4/8

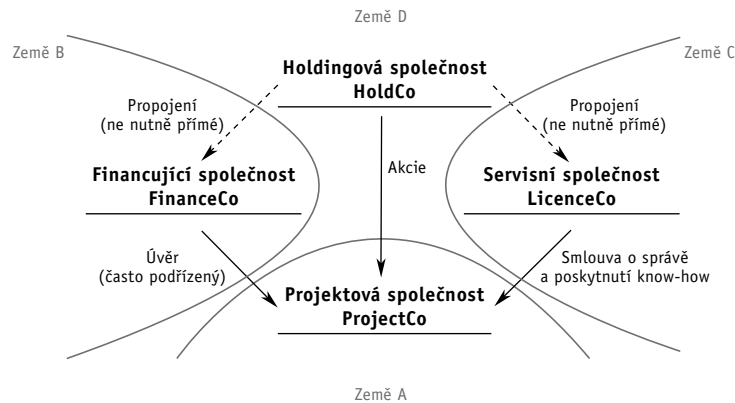
České společnosti využívají mezinárodní struktury jako efektivní nástroj pro optimalizaci daňového zatížení celé skupiny. Při rozsáhlých projektech většinou dochází k různým finančním tokům (dividendy, úroky, licenční poplatky), které mohou být v některých případech:

- a/___ předmětem daňově relevantního odečtu v zahraničí,
- b/___ předmětem zdanění většinou ve formě srážkové daně v zahraničí, a
- c/___ předmětem zdanění v zemi příjemce.

Mezinárodní struktury bývají velmi složité. V zemích s výhodnými daňovými podmínkami jsou zakládány speciální akviziční společnosti, jejichž prostřednictvím jsou zamýšlené podíly v projektových společnostech nakupovány a s jejichž pomocí může docházet k výhodnému zdanění výše zmíněných finančních toků. Evropský soudní dvůr v případě Cadbury Schweppes²² potvrdil, že daňoví poplatníci mají plné právo zakládat společnosti v ostatních členských státech výhradně za účelem získání daňových výhod. Při volbě země pro založení speciální akviziční společnosti rozhoduje samozřejmě nejen daňové zatížení, ale také ochrana investic dle smluv o ochraně investic a další faktory.

V případě investičních projektů v oblasti nemovitostí jsou obvykle hlavním předmětem zájmu investorů z daňového pohledu (i) daňové odečty úroků z investičních úvěrů v zemi investice, (ii) minimální zdanění úrokových příjmů v zemi odkud je financování poskytnuto, (iii) dosažení daňových odečtů z titulu odpisů nemovitosti, (iv) co nejnižší zdanění přijatých nájmu, (v) dodatečné zatížení projektové společnosti náklady (ve formě licencí, služeb, úroků, dividend), (vi) minimalizace zdanění přijatých plateb v zahraničí a (vii) minimalizace srážkových daní u plateb do zahraničí (za licence, služby, úroky).

/22/ Rozsudek Evropského soudního dvora ve věci Cadbury Schweppes plc ze dne 12. září 2006, C-196/04, dostupné na <http://curia.europa.eu>



Mezinárodní daňová struktura, obr. 6

Z těchto důvodů je obvykle nutné založit více entit, např. jsou použity čtyři entity (i) financující společnost (*FinanceCo*), (ii) speciální akviziční společnost, (iii) servisní/licenční společnost (*LicenceCo*) a (iv) provozní (projektová) společnost (*ProjectCo*). *FinanceCo* poskytne finanční prostředky na investiční projekt a *LicenceCo* bude poskytovat potřebné know-how, součinnost apod. *ProjectCo* pak bude hradit úroky a management/service fees společností *FinanceCo* a *LicenceCo*. Snahou uspořádání mezinárodní struktury je, aby úroky a management/service fees na straně vyplácející společnosti (*ProjectCo*) nepodléhaly srážkové dani, byly daňově uznatelným nákladem pro vyplácející společnost (*ProjectCo*) a zároveň nebyly zdaněny (či byly jen minimálně zdaněny) jako přijaté úroky a management/service fees na straně příjemce těchto úroků a management/service fees (*LicenceCo* a *FinanceCo*). Účelem speciální akviziční společnosti nejčastěji bývá osvobození zisku z prodeje *ProjectCo*, či dosažení přesunutí úrokových nákladů do *ProjectCo*, většinou prostřednictvím fúze.

Na umístění výše uvedených společností má vliv to, zda je v zemi nízká daňová sazba daně z příjmů právnických osob (např. Kypr), či zda je možné daný pasivní příjem dále přesunout do jiné jurisdikce a v příslušné zemi zdanit pouze tzv. *spread* (např. Nizozemí, Lucembursko), tj. zdanit pouze rozdíl mezi vyplacenými a přijatými úroky.

Výše uvedené společnosti pravděpodobně budou také vyplácet investorovi dividendy. Cílem správného nastavení struktury je, aby dividendy přijaté investorem byly od daně také osvobozené. Podrobný popis by však přesahoval rozsah této publikace.

Z uvedeného je zřejmé, že správné nastavení struktury je klíčové z hlediska daňové optimalizace finančních toků v rámci skupiny. Nicméně, vždy je potřeba zvážit potenciální výnosy z optimální daňové struktury oproti nákladům na její přípravu a realizaci.

Fúze po akvizici, její důvody a důsledky

5/1

V případě, že se financuje nákup akcií (podílů) ve společnosti, která nemovitost vlastní, naráží developer na problém finanční asistence (*financial assistance*), tj. pravidlo, které omezuje možnost jakékoliv společnosti poskytnout úvěr anebo zajištění pro účely nákupu jejich vlastních akcií.²³ Zároveň dochází k nemožnosti uplatnění úroků z akvizičního úvěru jako daňových nákladů. Z hlediska cash flow projektu tato situace vyvolává nesrovnalost spočívající v tom, že úroky, které mohou představovat velkou část nákladů souvisejících s projektem, se nenacházejí na stejné úrovni jako zdroj příjmů. Navíc, pokud je fúze správně strukturována, je možné v některých případech dosáhnout přecenění nemovitosti.

Zejména z uvedených důvodů je často nabytí akcií provázeno fúzí nabývací společnosti (*BidCo*) s projektovou společností. Při fúzi pak projektová společnost zaniká a veškerá její aktiva i závazky přecházejí na nabývací společnost. Banka, která poskytla akviziční úvěr nabývací společnosti, bude požadovat, aby byl tento úvěr zajištěn zástavním právem bezprostředně po dovršení fúze.

Nemovitostní fondy

5/2

Od roku 2006 lze při realizaci developerských projektů využít i v rámci České republiky struktury, které se obecně nazývají fondy kolektivního investování (*fondy*).²⁴ Tyto fondy jsou pouze do jisté míry obdobou mezinárodně úspěšné formy investování do nemovitostí prostřednictvím tzv. nemovitostních svěřeneckých fondů (*real estate investment trust – REIT*). Ty se zpravidla vyznačují zejména nízkým (nebo téměř žádným) zdaněním za podmínky, že vystupují pouze jako investiční zprostředkovatel (tj. vyplácejí téměř veškeré příjmy formou dividend a jejich akcie se obchodují na burze).

Všechny typy dostupných českých fondů kolektivního investování nabízejí daňové výhody, z nichž za nejpodstatnější je považována sazba daně z příjmů právnických osob ve výši 5%.²⁵ Daňové dopady využití fondů jsou však komplexnější a je nutné je zkoumat s ohledem na povahu konkrétního projektu.

Základním účelem fondů je sloužit jako struktura financování, sdružující a spravující finanční prostředky více investorů. Jak bude rozvedeno níže, některé formy fondů se svou faktickou povahou mohou blížit projektové společnosti a není vyloučeno, že by mohly za určitých okolností převzít její funkci.

/23/ Srov. § 161e a § 120 odst. 2 obchodního zákoníku. V současnosti se připravuje novela obchodního zákoníku, která by měla, v návaznosti na novelizaci směrnice Evropských společenství č. 77/91/EHS směrnici 2006/68/ES, povolit poskytování finanční asistence za jistých podmínek, zejména po souhlasu valné hromady.

/24/ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších změn.

/25/ Srov. § 21 odst. 2 zákona o daních z příjmů

Z řady forem fondů jsou pro oblast realitního developmentu (a vůbec investování do realit) důležité dvě, a to (a) speciální fondy kvalifikovaných investorů a (b) speciální fondy nemovitostí.

5/2/1 Speciální fond kvalifikovaných investorů

Speciální fondy kvalifikovaných investorů (FKI) jsou strukturou vhodnou pro menší skupiny investorů. Právní úprava tohoto typu fondů je poněkud méně náročná než u ostatních fondů, a to především v tom směru, že investiční politika fondu závisí téměř výhradně na statutu.

Tento typ fondu může být založen jako investiční fond, který je samostatnou akciovou společností. Je rovněž možné, aby tento typ fondu zřídila investiční společnost, tj. speciální licencovaný subjekt, jako sdružení majetku bez právní subjektivity, tj. otevřený nebo uzavřený podílový fond, ve kterém tato společnost spravuje majetek investorů. Výběr z výše uvedených variant FKI záleží na potřebách konkrétního projektu. Z daňového pohledu může být investiční fond vhodný v situaci, kdy investory fondu bude omezená skupina korporátních investorů. I na investiční fondy se totiž vztahuje osvobození dividend vyplácených mateřské společnosti od daně z příjmů.

Investiční fond jako „standardní“ entita s právní subjektivitou má rovněž poněkud jednodušší postavení při uzavírání transakcí a vůbec v právních vztazích. Další výhodou investičního fondu je, že tento fond může hospodařit se svým majetkem sám; na rozdíl od podílového fondu se povinně nevyžaduje vytvoření či angažování dalšího subjektu za účelem obhospodařování majetku fondu.

Naopak nevýhody investičního fondu a zároveň výhody podílového fondu jsou zjevné v případě, kdy mají být investice do fondu nabízeny investorům, kteří nejsou součástí stejného koncernu jako zakladatel fondu, případně nemají k zakladateli jiný těsný vztah. V investičním fondu takový investor získá veškerá akcionářská práva, zatímco v podílovém fondu obecně (nestanoví-li statut fondu jinak) má podílník jen práva majetkového typu, tedy právo svůj podílový list odprodat, případně právo na podíl na likvidačním zůstatku. Vydávání podílových listů novým investorům je navíc podstatně jednodušší než vydávání akcií novým akcionářům investičního fondu, mj. protože investiční fond musí na rozdíl od podílového fondu dodržovat pravidla stanovená obchodním zákoníkem pro zvyšování základního kapitálu.

Výhodou FKI je zejména to, že zakladatelé fondu mohou ve statutu upravit investiční politiku do značné míry podle svých představ. Je možné stanovit, že fond bude investovat do nemovitostí, do účastí v projektových společnostech, je možné přijímání nebo poskytování úvěrů fondem atd. Není vyloučeno, že investice do nemovitostí budou kombinovány s investicemi do jiného typu aktiv. Podle výkladu ČNB je možné, aby fond prováděl development, může však vystupovat pouze jako investor/zadavatel stavby, nikoliv jako osoba, která provádí výstavbu.

Volnost při stanovení investiční politiky však přece jen není neomezená. Vyžaduje se například základní rozložení rizika – fond by neměl být založen jen za účelem správy jediné investice. Podle výkladu ČNB majetek fondu v zásadě nesmí být z převážné části vystaven riziku jediného aktiva, např. jediné nemovitosti nebo souboru nemovitostí, jejichž využití je vzájemně propojeno. Výrazně asymetrický poměr investic je za určitých podmínek přípustný jen po omezenou dobu, zejména v počátečním období existence fondu. Stejně tak je zřejmě třeba, aby fond měl více než jediného investora. Na druhou stranu lze fond založit jen pro investory patřící k jednomu koncernu.²⁶

Speciální fond nemovitostí

Speciální fondy nemovitostí (SFN) jsou na rozdíl od FKI typem fondů vhodným pro nabídku široké veřejnosti. Nabízení investic do FKI je výrazně omezeno řadou opatření – je stanovena minimální výše investice jednoho investora (1.000.000 Kč), nejvyšší počet investorů je (s určitou výjimkou) pouze 100, investice do FKI nelze veřejně propagovat apod. U SFN tato omezení neplatí.

Na druhou stranu jsou pravidla stanovená zákonem pro SFN přísnější a podrobnější. SFN může mít pouze formu otevřeného podílového fondu, tzn. formu bez právní subjektivity s tím, že podílníci mohou žádat o zpětný odkup podílového listu investiční společnost. Zákon stanoví celou řadu požadavků na investiční politiku SFN a postupy při obhospodařování majetku v SFN, včetně např. požadavku na udržování určitého podílu likvidních prostředků.

Zakládání fondů

Zakládání investičního fondu probíhá v principu stejně jako zakládání jiné akciové společnosti, v rámci procesu založení je však třeba získat od České národní banky povolení k činnosti investičního fondu. V této publikaci není prostor na podrobný popis licenčního řízení a požadavků, které je třeba splnit, proto se omezíme jen na zjednodušený výčet hlavních požadavků:

- i/___ Zakladatelé fondu musí prokázat původ základního kapitálu, který musí být plně splacen.
- ii/___ Vedoucími osobami (zpravidla členy představenstva) fondu musí být alespoň dvě osoby se zkušeností s nemovitostním trhem.
- iii/___ Zakladatelé musí poskytnout ČNB poměrně podrobné informace o významných akcionářích a dalších propojených osobách a tyto informace doložit způsobem vyžadovaným zákonem a prováděcími předpisy.
- iv/___ Zakladatelé musí vypracovat a předložit ČNB plán obchodní činnosti, statut fondu a sadu vnitřních předpisů včetně systému vnitřní kontroly.

²⁶/ Úřední sdělení ČNB ze dne 19.1.2007.

v/___ Fond musí mít svého depozitáře, kterým může být jen banka nebo pobočka zahraniční banky. Dalším požadavkem je dostatečné technické a personální vybavení, včetně compliance, interního auditora, zajištění informačního systému atd. Vybavení fondu lze do jisté míry zajistit z externích zdrojů.

Licenční procedura má přitom dva kroky a ne všechny z výše uvedených požadavků musí být vyčerpávajícím způsobem splněny před zápisem investičního fondu do obchodního rejstříku.

Podílové fondy se od investičních fondů zásadně liší tím, že jsou sdruženími majetku bez právní subjektivity, tudíž tento majetek obhospodařuje profesionální správce, kterým může být pouze investiční společnost. Vytvoření podílového fondu „od nuly“ proto vyžaduje v prvním kroku vytvořit investiční společnost, a ta teprve v druhém kroku může na základě dalšího povolení ČNB vytvořit podílový fond. Licenční požadavky na investiční společnost jsou přitom v podstatných rysech srovnatelné s licenčními požadavky na investiční fond.

5/2/4 Další povinnosti fondů

Fondy kolektivního investování a investiční společnosti jsou regulovanými entitami, podléhajícími dohledu ČNB. Mezi dohledová oprávnění ČNB patří zejména oprávnění provádět kontrolu na místě, stejně jako možnost vyžádat si od daného subjektu informace nebo dokumenty (dohled na dálku). Všechny fondy dále musí využívat služeb depozitáře, který má funkci „custodiana“, tedy „opatrovatele“ majetku a dále zákonem vymezené kontrolní funkce. Mezi další povinnosti fondu patří i povinnost ve stanovených periodách oceňovat svůj majetek, vypočítávat a investorům zasílat (u fondů pro veřejnost uveřejňovat) aktuální hodnotu podílového listu nebo akcie. Vedoucí osoby fondu, stejně jako důležití akcionáři, musejí být schváleni ČNB. Tento výčet průběžných povinností je pouze orientační, domníváme se však, že umožňuje vytvořit si základní představu o nárocích, které jsou s využíváním fondů spojeny.

Při zakládání investičního fondu, případně investiční společnosti, je třeba klást důraz na důkladnou přípravu a zhodnocení přínosů i nákladů využití fondové struktury. Zkušenosti ukazují, že náklady na vytvoření fondu ani časový rámec licenčního řízení obecně nejsou prohibitivní. Naopak, s rostoucím množstvím zkušeností se náročnost zakládání fondů snižuje. Vhodnost fondové struktury pro konkrétní projekty je však třeba zkoumat vždy případ od případu.

Obchodní rizika

6/1

Zásadním rizikovým bodem každého realitního projektu je uplatnění projektu na trhu, tj. otázka schopnosti developera prodat veškeré bytové jednotky v případě rezidenčního projektu, popřípadě pronajmout prostory v případě komerčního projektu. Úspěch projektu přitom závisí zejména na jeho koncepci, tj. sladění umístění produktu s jeho funkcí a s potřebami zákazníků v dané lokalitě. Důležité je též správně vyhodnotit absorpční kapacitu trhu, tj. nezahltit trh přebytečnou nabídkou prostor. Tyto faktory musí zcela přesně vyhodnotit každý investor, resp. developer, není možné se spoléhat například na soulad s územním plánem, souhlas ze strany financující banky anebo vstup jiného investora do projektu.

V případě obchodních center je zpravidla toto riziko ještě zvýšené tím, že návratnost vložených prostředků je rozložena v relativně dlouhém čase a úspěch projektu závisí na schopnosti přilákat a udržet v centru nájemníky, tj. obchodníky. Ti pak svou ochotu podnikat v centru odvozují od jeho návštěvnosti, která však zpětně závisí (kromě umístění) i od toho, jaké obchody v centru jsou. Pokud se tedy nepodaří do centra nalákat (a udržet v něm) důležité nájemníky, další nájemci si prostory v centru nepronajmou, protože pouze vhodná kombinace kotevních nájemníků (*anchor tenants*; často půjde o známé obchody) zaručí dostatečné množství návštěvníků. Neúspěch projektu z důvodu špatného umístění tak může být daleko fatálnější než v případě rezidenčních projektů.

Z pohledu developera, resp. juniorních investorů, je zcela zásadní nastavit projekt tak, aby se pokud možno prodal/pronajal celý, protože větší část příjmu (např. příjem z prodeje/pronájmu prvních 80% jednotek) se musí použít na úhradu nákladů, resp. splacení úvěru bance a pouze zbývající část příjmu představuje zisk, tj. částku rozdělitelnou mezi akcionáře (ostatní investory) projektové společnosti. Z tohoto pohledu je zároveň důležité monitorovat, zda se první předprodeje/pronájmy projektu týkají pouze nejlepších prostor/bytů v projektu, anebo jsou rovnoměrně rozloženy mezi různé typy prostor/bytů v projektu.

Další zásadní riziko je spojené s trváním projektu a možným pohybem cen v čase, a to jak u vstupů projektu (tj. ceny financování – úroky a ceny stavebních prací) tak u výstupů (nájem, ceny bytů). V okamžiku, kdy se stanoví cenová úroveň výstupů, tedy kdy se uzavírají předprodeje nebo budoucí nájem, by tudíž měla být již známá výše nákladů – ceny stavebních prací, tj. měla by být uzavřena smlouva o dílo (viz část 2.3). Pokud totiž v době po uzavření předprodeje stoupnou ceny stavebních prací, může se stát, že projekt přestane být (alespoň pro juniorní investory) výhodný. Vzhledem k tomu, že předprodeje jsou jistým indikátorem kvality projektu, banky zpravidla požadují jisté procento předprodeje jako podmínku financování (viz část 7.2.1) a proto

zde do jisté míry vzniká otázka, co má být dřív – zda uzavření smlouvy o dílo a přijetí s tím spojených finančních závazků anebo uzavření příslušných smluv se zákazníky (tj. marketing a celá realizace prodeje) a s tím spojené omezení příjmů projektu.

Dále je možné zmínit kurzové riziko a riziko pohybu úrokových sazeb. Příjmy projektu jsou nezdědky stanoveny v jiné měně než náklady projektu, například tak, že stavební náklady a úvěr na jejich úhradu jsou v českých korunách a pronájmy v EUR, popřípadě akviziční úvěr v EUR a ceny bytů v korunách. Pokud pak dojde v době mezi zafixováním stavebních nákladů, popřípadě načerpáním akvizičního úvěru, a realizací příjmů k pohybu směnného kurzu, ziskovost projektu může být zásadně ohrožena. Banky proto požadují, aby v takovém případě projektová společnost disponovala vhodným hedgingem – tj. aby sjednala podmínky, za kterých bude směňovat měny tak, aby dokázala vyrovnat pohyby ve směnných kurzech. To se zpravidla děje pomocí derivátových obchodů typu forward, cap nebo swap (viz i část 7.5), často formou konverze celého úvěru při dokončení projektu na měnu příjmů projektu. Směnný kurz pro tuto konverzi je tak vhodné zafixovat předem, nejlépe pomocí opce. To však sebou nese náklady, které mohou být u menších projektů i prohibitivní.

Úrokové riziko se může projevit zejména v době ekonomické krize, resp. jiné nestandardní situace na trhu. Úvěry pro developerské projekty mají zpravidla pohyblivou sazbu závislou od ceny peněz na mezibankovním trhu (viz část 7.1.2). Pokud se mezibankovní úroková sazba podstatně zvýší, resp. pokud dojde k jinému selhání tohoto trhu (a banky budou požadovat např. likviditní prémii), může dojít k překročení předem stanoveného úvěrového rámce a potřebě doplnit vlastní zdroje do projektu (srov. pohyb úrokové sazby LIBOR po projevení se tzv. *subprime* krize na podzim 2007). Z tohoto důvodu není možné, zejména u dlouhodobějších projektů, očekávat stabilitu úrokových sazeb. V některých případech proto financující banky požadují uzavření hedgingu i ve vztahu k úrokové sazbě – tj. omezení rizika jejího nárůstu – formou capu nebo swapu.

Dalším vážným rizikem realitních projektů je selhání, případně až úpadek, generálního dodavatele (nebo jednotlivých dodavatelů). Úpadek dodavatele může ohrozit projekt nejen ve fázi výstavby, ale i ve fázi po dokončení, pokud jde o vyřizování reklamací. Pokud dodavatel není k dispozici pro provedení oprav, mohou problémy s reklamacemi vážně ohrozit reputaci developera i výnosnost projektu (a dalších projektů stejného developera). S ohledem na to je potřeba dodavatele vybírat a též následně důkladně prověřit základní parametry smlouvy o dílo (viz část 2.3). V případě využití velkých stavebních firem je toto riziko omezenější a do jisté míry je možné jej považovat za vyšší moc – tj. za riziko, které se nedá předem vyloučit, podobně jako zemětřesení nebo povodeň.

Výše uvedený výčet pouze naznačuje otázky, které mohou mít podstatný vliv na finanční vyrovnanost projektu. Kromě toho samozřejmě může dojít k celé řadě dalších událostí, například potřebě provádět neočekávané činnosti (archeologické, ekologické studie), přírodním okolnostem bránícím výstavbě, selhání partnera apod.

Právní rizika

6/2

Právní rizika nemovitostních projektů je možné rozčlenit do několika základních kategorií, a to zejména: (a) transakční rizika, (b) riziko neexistence, resp. omezení nebo nedostatečnosti, vlastnického práva, (c) regulatorní rizika a (d) rizika spojená s korporátní strukturou projektové společnosti.

Právní rizika developerského projektu by měla být předmětem zkoumání právního auditu (*legal due diligence*), jehož cílem je tato rizika identifikovat a stanovit nejlepší způsob jejich eliminace. Ten je vhodné provádět průběžně, ale zejména při koupi projektu nebo poskytnutí financování.

Nabývání nemovitostí – transakční rizika

6/2/1

Projektová společnost nejčastěji nabývá pozemky na základě kupní smlouvy. Při každé koupi je vhodné postupovat opatrně tak, aby transakce dopadla úspěšně. Stadia převodu nemovitosti lze popsat následovně: (a) jednání o uzavření smlouvy, (b) podpis smlouvy, (c) podání návrhu na vklad vlastnického práva do katastru nemovitostí, (d) provedení vkladu, (e) placení kupní ceny a (f) předání nemovitosti.

Jakákoli platba kupní ceny před vkladem vlastnického práva do katastru nemovitostí je vždy riziková. Poměrně častou je platba kupní ceny prostřednictvím svěrečnického (vázaného) účtu (*escrow account*). Pro kupujícího je s tím spojené riziko možného selhání správce vázaného účtu a je proto vhodné dohodnout, že uhrazením kupní ceny na svěrečnický účet dochází k splnění závazku zaplatit ji. Pokud je nabýván rozsáhlý pozemek a pokud jsou po prodávajícím vyžadovány závazky, které mají přetrvat i po samotném převodu (vkladu do katastru nemovitostí), je vhodné, aby část kupní ceny byla uhrazena (byť z prostředků na svěrečnickém účtu) až po určité době po převodu.

Zjištěné výsledky právního auditu se projevují ve smlouvách, na jejichž základě se kupují pozemky, podíly v projektové společnosti nebo na jejichž základě se projekt financuje. Tyto smlouvy zpravidla obsahují ustanovení o prohlášeních a ujištěních (někdy „zárukách“) prodávajícího, dlužníka nebo stávajícího investora při vstupu nového investora (*representations and warranties*) o tom, že určité skutečnosti neexistují nebo existují, nebo že mu není známé, že určité skutečnosti existují (často ve vztahu ke znečištění pozemku). Rozlišení prohlášení podle toho, zda se vážou na existenci nebo pouze na vědomost o existenci určité skutečnosti má poměrně zásadní význam s ohledem na odpovědnost prohlašujícího – vědomost o určité skutečnosti se prokazuje v případném soudním sporu poměrně těžko. Proto je též důležitý způsob, kterým smlouva definuje, co je považováno za znalost. Právníci rozlišují několik typů tzv. domnělé znalosti (*imputed/constructive knowledge*). Zároveň je důležité zabývat se otázkou, co může být důsledkem nepravdivosti určitých prohlášení (povinnost uhradit škodu, možnost odstoupit od smlouvy, zpravidla však s významnými omezeními).

6/2/2 Vlastnictví nemovitosti

Z právního hlediska se jeví jako nejpodstatnější riziko jakéhokoliv nemovitostního projektu riziko zpochybnění vlastnického práva projektové společnosti k nemovitosti (včetně budov, které mají být zbourané – pokud by je vlastnila třetí osoba, mohla by bránit jejich zbourání). Vlastnictví nemovitosti je základním předpokladem realizace projektu a jeho úspěšné zpochybnění vede ke kolapsu projektu. Často může být projekt zcela zásadně ohrožen i zpochybněním vlastnického práva, které je zcela neodůvodněné.²⁷

Vlastnické právo projektové společnosti může být zpochybněno z mnoha důvodů, mezi nejčastější však budou patřit zásadní formální chyby při nabývání nemovitostí, resp. předchozích převodech, restituční spory, popřípadě vadná privatizace. Podle současného soudního výkladu českého práva²⁸ může i nepatrné pochybení způsobit neplatnost převodu vlastnického práva.

Prověření vlastnického práva k nemovitostem je proto zcela nezbytným krokem při zahájení projektu. S ohledem na vydržení, k němuž za zákonem stanovených podmínek dochází po deseti letech domnělého vlastnictví nemovitost,²⁹ by se proto měla prověřit alespoň nepřetržitá souslednost vlastníků nemovitosti za posledních deset let a nabytí nemovitosti vlastníkem, který ji vlastnil deset let před datem prověrky.

Vzhledem k tomu, že zástavní právo k nemovitostem slouží jako nejdůležitější zajišťovací prostředek při financování nemovitostních projektů, je potřeba prověření vlastnického práva důležitá i pro financující banku. Pokud totiž projektová společnost, která zřídí zástavní právo k nemovitosti, nemovitost ve skutečnosti nevlastní, je zástavní právo neplatné a banka jej nemůže realizovat pro uspokojení svých pohledávek.

Pro realizaci projektu musí mít projektová společnost zajištěn přístup k nemovitostem přístup z veřejných komunikací, pro účely výstavby ale i pro účely pozdějšího užívání. Pokud je to možné, měl by být přístup přímý nebo na základě věcného břemene přes sousední pozemky, zřízeného ve prospěch jakéhokoliv (budoucího) vlastníka projektových nemovitostí. Pokud přístup není důkladně zajištěn, mohou nastat komplikace v době, kdy je jejich řešení podstatně složitější než před zahájením projektu.

Jako další riziko spojené s vlastnickým právem lze zmínit, že pokud by v momentě převodu nemovitostí byla proti prodávajícímu nařízena exekuce nebo soudcovské či daňové zástavní právo k nemovitostem, mohlo by se stát, že kupující nenabude

/27/ A to zejména s ohledem na skutečnost, že české procesní právo neumožňuje žalované společnosti zbavit se takového sporu rychle a ani efektivně požadovat od žalobce případnou náhradu škody způsobené podáním žaloby. Zároveň se existence sporu podle § 9 odst. 1 písm. b) zákona č. 265/1992 Sb. poznamenává do katastru nemovitostí a tím každému oznamuje (uvedený problém částečně řeší novela v současnosti projednávaná parlamentem).

/28/ S nímž se autoři této publikace ne nutně ztotožňují

/29/ Podmínkou je zejména oprávněná držba nemovitosti, tj. dobrá víra držitele, že je vlastníkem – tato dobrá víra se musí zakládat na relevantních skutečnostech, tj. na určité dokumentaci, která alespoň dává zdání nabytí vlastnického práva

vlastnické právo k nemovitostem, nebo je nabude se zatížením, popřípadě, že věřitel nenabude zástavní právo s prvním pořadím.³⁰ Tyto skutečnosti se nemusejí objevit v katastru nemovitostí a proto je vhodné na ně pamatovat při konstrukci kupní smlouvy a popřípadě úpravy způsobu platby kupní ceny.

Jisté omezení rizik spojených s vlastnictvím nemovitostí (i s přístupem) představuje pojištění vlastnického práva formou tzv. *title insurance*. Na základě takového pojištění se pojišťovna zavazuje uhradit vlastníkovi, nebo i věřiteli zajištěnému zástavním právem, škodu, která mu vznikne z důvodu zpochybnění vlastnického práva třetí osobou. Nicméně podmínky takového pojištění je potřeba důkladně zkoumat s ohledem na jeho komplexnost a na skutečnost, že se často řídí zahraničním právem (zejména anglickým).

Další – regulatorní a korporátní rizika

Další čistě právní rizika projektu mohou vznikat z různých důvodů, pokusíme se alespoň vyjmenovat nejzásadnější:

- i/___ v případě nabývání akcií společností, která vlastní nemovitost, je důležité prověření vlastnictví akcií, platnosti akcií a finanční situace společnosti vlastníci nemovitosti (může mít skryté závazky nepromítnuté do účetnictví, může porušovat určité zákony, za jejichž porušení hrozí velká pokuta);
- ii/___ vlastník nemovitosti má povinnost strpět provádění archeologického průzkumu;³¹ pokud se na nemovitosti objeví archeologické nálezy, může to způsobit podstatné zdržení realizace projektu a popřípadě i ohrožení finančního plánu;
- iii/___ získávání administrativních povolení pro provedení a užívání stavby (územní povolení, stavební rozhodnutí, často integrované povolení, kolaudační souhlas); proces vydávání těchto povolení se může protáhnout a proto je potřeba prověřit s ním související rizika (například intenzivní odpor místních obyvatel může vyústit v podání žaloby proti územnímu rozhodnutí a jeho zrušení soudem – pro harmonogram stavby to může mít fatální důsledky); kromě toho nesoulad kolaudačních rozhodnutí se skutečným užíváním budovy může způsobit neplatnost nájemních smluv.³²

/30/ Srov. § 338b občanského soudního řádu, § 44 odst. 7 zákona č. 120/2001 Sb., exekuční řád a § 72 zákona č. 337/1992 Sb., o správě daní a poplatků

/31/ Srov. § 22 zákona č. 20/1987 Sb., o státní památkové péči

/32/ Srov. § 1 písm. a) zákona č. 116/1990 Sb., o nájmu a podnájmu nebytových prostor a zejména § 3 odst. 2 tohoto zákona ve znění do novely provedené zákonem č. 360/2005 Sb.

7/1 Pozice banky v developerském projektu

Banka je jedním z dodavatelů developera/investora (kterého banka vnímá jako svého klienta, dále proto též *klient*). V oblasti finančních služeb banka vystupuje zejména jako:

- a/___ poskytovatel dluhového financování (úvěry, emise dluhopisů);
- b/___ garant dokumentárních plateb (garance, akreditiv, jistotní účty) při akvizicích či prodeji nemovitostí a jejich pronájmech;
- c/___ zprostředkovatel transakčních služeb (platby, vklady a výběry); a
- d/___ hodnotitel dočasně volných prostředků.

Základním požadavkem klienta bývá zajištění dluhového financování projektu. Financování je závislé především na rizicích, která jsou s projektem spojena (viz kapitola 6).

7/1/1 Úrok a úroková míra

Úrok je cenou půjčeného kapitálu. Jeho procentuální vyjádření se nazývá úroková míra, a proto je úrok vypočten jako násobek vypůjčené částky (jistiny), úrokové míry a času.

Úroková míra má několik základních složek:

- i/___ **Základní referenční náklady** (*cost of funds, refinancing costs*): Banky se financují zejména na mezibankovním trhu. Tento trh určuje faktickou (a odvozeně i referenční) refinanční úrokovou míru. Tato míra může být rovněž vnímána jako „bezriziková“ sazba. Tuto část úrokové míry banka platí třetím stranám za zdroje, které si od nich vypůjčila. Tato složka úrokové míry se zpravidla určuje jako pohyblivá v závislosti od vývoje na trhu podle sazby používané na mezibankovním trhu pro úrokové období stanovené v příslušné úvěrové smlouvě a pro příslušnou měnu (například jednoměsíční /1M/ PRIBOR, nebo tříměsíční /3M/ EURIBOR).
- ii/___ **Likviditní náklady**: Banka musí udržovat svá aktiva v optimálním vztahu ke svým zdrojům. S ohledem na obvyklou disproporcii mezi délkou poskytovaných úvěrů a dobou, na kterou střadatelé poskytují bance své zdroje, banka zajišťuje dostatečnou likviditu zdrojů.
- iii/___ **Náklady na alokaci kapitálu**: V souladu s regulací bankovního sektoru banka riskuje na každém úvěru část peněz svých akcionářů a musí tudíž alokovat na takové riziko část svého kapitálu. Akcionáři požadují ze své investice výnos. Tyto náklady jsou jejich budoucím výnosem.

iv/___ **Náklady na úvěrové riziko**: Banka vyhodnocuje zajištěnost primárního a sekundárního zdroje splacení úvěru v čase (pravděpodobnost nesplacení úvěrových zdrojů v čase a možný dopad do hospodaření banky). Banka alokuje tuto část úroku na tvorbu rezervy na pokrytí odepsaných pohledávek z nesplacených úvěrů.

Poslední tři z uvedených složek úrokové míry jsou specifické pro určitou banku a určitý projekt a o jejich součet, který se nazývá marže (*margin*), se zvyšuje referenční úroková sazba. Marže se zpravidla udává v základních bodech (bps), tj. setinách procentního bodu.

Splátky jistiny

Kromě platby úroků musí úvěrový vztah předpokládat i splacení jistiny úvěru. Obvyklé metody splácení jsou:

- i/___ **Jednorázová splátka** (*bullet*): Klient uhradí nesplacenou částku jednou platbou na konci celkové doby trvání úvěru.
- ii/___ **Lineární splácení**: Klient splácí jistinu ve stejně vysokých částkách. K tomu platí úrokové náklady. Celkový součet splácené jistiny a úrokových nákladů (*dluhová služba, debt service*) se v čase mění.
- iii/___ **Anuitní splácení**: Klient splácí jistinu v nestejně vysokých částkách. K tomu platí úrokové náklady. Dluhová služba zůstává po dobu úvěrového vztahu ve stejné výši.

U dlouhodobých úvěrových vztahů bývá obvyklé, že lineární či anuitní splácení je kombinované s jednorázovou splátkou po několika letech. Volba způsobu splácení obvykle kopíruje předpokládanou časovou osu inkasa primárních zdrojů návratnosti projektu.

Rozdíl mezi projektovými a korporátními úvěry

Většina běžných úvěrů poskytovaných obchodním společnostem pro jejich provoz jsou tzv. korporátní úvěry. V rámci realitního financování se však převážně využívají tzv. projektové úvěry, které mají jistá specifika.

Korporátní úvěry jsou úvěry, které jsou poskytovány společnosti s jistou finanční historií, se širší škálou aktiv a nemusejí být omezeny na financování určitého konkrétního projektu. Banka má v případě nesplacení úvěru možnost postihnout veškerá aktiva klienta. Hodnocení úvěrového rizika vychází z historické síly a schopnosti daného podniku v krátko- až střednědobém horizontu splatit své závazky. Obvykle se analyzují hospodářské výsledky a majetkové vztahy za několik posledních let a tvoří se varianty možného pokračování fungujícího podnikání. Vyšší pravděpodobnost odchylek a jejich dopad na hospodaření a majetek vymezuje dobu splatnosti úvěru.

Projektové úvěry, narozdíl od korporátních úvěrů, jsou poskytovány pro účely financování konkrétního projektu, často přímo projektové společnosti a s omezenou možností domáhat se v případě nesplacení úvěru jeho uhrazení ze strany klienta (tj. mateř-

7/1/2

7/1/3

ské společnosti dlužníka – tzv. *non recourse* úvěr). Hodnocení úvěrového rizika vychází z budoucí schopnosti daného projektu v krátko- až dlouhodobém horizontu splatit své závazky a banka proto klade důraz na kvalitu projektu a jím generované cash flow, neboť není zajištěna žádným materiálním ručením ze strany mateřské společnosti. Obvykle se projektují budoucí hospodářské výsledky opřené o předem dohodnuté prodeje/pronájmy a náklady. Individuální péče o jednotlivá hlavní rizika a jejich zajištění snižuje pravděpodobnost odchylek a jejich dopad do hospodaření a majetku. To umožňuje pracovat s delší dobou splatnosti úvěru.

7/2 Metody omezení rizika banky

Banka považuje financování nemovitostních projektů za rizikové a snaží se maximálně ošetřit rizika ještě před vlastním čerpáním úvěru (*conditions precedent*) a pak v souvislosti s určitou vývojovou fází projektu (*conditions subsequent*).

7/2/1 Podmínky čerpání

Před prvním čerpáním úvěru banka zpravidla žádá, aby byly uspokojivě doloženy následující skutečnosti:

- i/___ založení projektové společnosti a podepsání všech potřebných úvěrových, zástavních a projektových smluv potřebných pro realizaci projektu;
- ii/___ právní a technické due diligence, potvrzující, že příjemce úvěru ani chystaný projekt nemá právní ani technickou vadu, která by bránila realizaci projektu; často se požaduje i posudek externích právních poradců banky potvrzující platnost a vymahatelnost úvěrové dokumentace (*legal opinion*);
- iii/___ podnikatelský plán, potvrzující reálnost projektu co se týče úměrnosti rozpočtových nákladů, dosažitelnosti předpokládaných výnosů ať již z prodeje či z pronájmu financovaných aktiv. Podnikatelský plán musí být též reálný v čase;
- iv/___ zpráva nezávislého experta potvrzující (A) platnost a úplnost územního rozhodnutí a stavebních povolení pro daný projekt, (B) že smlouva o dílo s dodavatelem splňuje standardní parametry (cena a termín dodání) a platební podmínky, a (C) rozpočtové náklady jsou úměrné zamýšlenému projektu a čas k jeho realizaci je realistický. Součástí zprávy bývá sdělení, zda je projekt vyhovujícím způsobem pojištěn. Nezávislý expert určí též stupeň rozestavenosti, pokud banka vstupuje do financování v době, kdy je projekt již rozestaven;
- v/___ uhrazení dohodnutého procenta (zpravidla 25 – 30 %) rozpočtových nákladů z vlastních zdrojů projektové společnosti, resp. developera (viz část 3.2.1);
- vi/___ zda je dosaženo dohodnutého procenta prodejů (u rezidenčních projektů) či pronájmů (u komerčních projektů; viz část 7.2.5);

vii/___ předložení katastrům potvrzeného podání návrhu na vklad zástavního práva (někdy však prokázání zapsaného zástavního práva).

Následné podmínky

Následné podmínky čerpání banka stanovuje (a kontroluje) tehdy, pokud není reálně možné splnit všechny bankou požadované podmínky před prvním čerpáním. Obvyklé „následné“ podmínky odpovídají vývojové fázi projektu a jsou to především:

- i/___ registrace vlastního zástavního práva k určitému datu;
- ii/___ splnění vyššího procenta prodejů/pronájmů (než toho, který byl požadován jako podmínka pro první čerpání) pro uvolnění další části (tranše, *tranche*) čerpání úvěru.

Prohlášení a záruky (*representations and warranties*)

Banka zpravidla vyžaduje, aby dlužník, resp. jeho mateřská společnost prohlásila, že některé skutečnosti týkající se projektu jsou pravdivé, obvykle zejména:

- i/___ existence, řádné vnitřní uspořádání dlužníka a oprávnění jeho zástupců podepsat úvěrovou dokumentaci a její řádné podepsání;
- ii/___ získání veškerých souhlasů (ze strany třetích osob i ze strany státních orgánů), které dlužník potřebuje pro čerpání úvěru a pro realizaci projektu;
- iii/___ platnost úvěrové dokumentace a (alespoň) rovné postavení banky ve vztahu k ostatním věřitelům dlužníka (*pari passu*);
- iv/___ finanční postavení dlužníka, tj. (ne)existence jiných závazků a pravdivost účetních výkazů;
- v/___ vlastnické právo k nemovitostem, případně platnost/existence jiných oprávnění dlužníka důležitých pro projekt (např. nájemních smluv), stav nemovitostí, případně neexistence ekologické zátěže na nemovitostech;
- vi/___ pravdivost a úplnost informací poskytnutých dlužníkem bance před poskytnutím úvěru.

Nepravdivost prohlášení se považuje za porušení úvěrové smlouvy a může vést ke zesplatnění úvěru. Účelem prohlášení tak je přenos rizika jejich nepravdivosti na dlužníka tím, že banka bude mít k dispozici potřebná oprávnění umožňující jí sjednat nápravu pokud se ukáže, že některý z předpokladů, z nichž vycházela při poskytování úvěru, je nepravdivý. Není nutné, aby dlužník s jistotou dokázal potvrdit, že všechna prohlášení jsou pravdivá, ale spíše aby byl ochoten nést riziko jejich nepravdivosti. Podle dostupných zdrojů v praxi nebývá zesplatnění úvěru pro porušení prohlášení velmi časté.

7/2/2

7/2/3

7/2/4 Zajištění a jejich účel

Většina developerských projektů je realizována prostřednictvím projektové společnosti (viz část 2.1). Převažující formou financování projektové společnosti jsou projektové úvěry (viz část 7.1.4).

Účelem zajištění je ochrana banky při totálním neúspěchu projektu, kdy banka použije výnosy z realizace zajištění ke splacení úvěru. Zajištění je nutnou součástí kvalitní struktury financování, nicméně banka k realizaci zajištění přistupuje pouze v krajním případě poté, co vyčerpá všechny možnosti spolupráce s klientem při realizaci projektu.

V souvislosti s poskytnutím úvěru vyžaduje banka od klienta řadu záruk a zajištění, v závislosti od konkrétního projektu. Mezi zajištění typicky patří:

- i/ zástava nemovitostí (pozemek, rozestavěná stavba) v prvním pořadí;
- ii/ zástava obchodních podílů/akcií dlužníka – projektové společnosti;
- iii/ zástava pohledávek z nájemních či kupních smluv (popř. jejich postoupení);
- iv/ zástava pohledávek z účtů určených pro platby nájemného, pro úhradu kupních cen, z rezervních účtů atd., a omezení dispozice s těmito účty;
- v/ podřízenost půjček společníka či spřízněných osob poskytnutých projektové společnosti vůči bankovnímu úvěru, tzn. dohoda o tom, že v případě úpadku projektové společnosti se uhradí podřízené pohledávky až poté, co budou pohledávky banky plně uspokojeny;
- vi/ záruka mateřské společnosti za úhradu navýšených nákladů (*cost overrun guarantee*) – často bývá omezena na určitou částku, např. 10% výše úvěru;
- vii/ zástava/postoupení finančních nároků klienta vyplývajících ze smlouvy o dílo s generálním dodavatelem, popřípadě i postoupení práv ze záruk za dílo a postoupení s tím souvisejících bankovních záruk – tyto banka může využít pro zvýšení výtěžku při realizaci zástavního práva k nemovitosti;
- viii/ zástava pohledávek z pojistných smluv (popř. vinkulace pojistného plnění), často též stanovení banky jako pojištěné osoby z důvodu nejasné otázky, zda může být pojistné plnění platně postoupené či zastavené.³³

Výše uvedené standardní zajišťovací instrumenty mohou být rozšířeny o další zajištění a to na základě specifika daného projektu.

Pouze ve výjimečných případech banka netrvá na přímém zajištění financovanými aktivy. V těchto případech však úvěrová smlouva stanoví striktní povinnost dlužníka nezastavovat aktiva žádně třetí straně (*negative pledge*). Taková zástava by totiž

v případě úpadku dlužníka znamenala podřízení pohledávek banky vůči pohledávkám věřitelů takto zajištěných pohledávek. Ze stejného důvodu bude mít dlužník zakázané i sjednávání leasingových transakcí a zakládání dceřinných společností (po vložení aktiv dlužníka do dceřinné společnosti je banka *de facto* podřízena jejím věřitelům).

Banka zpravidla požaduje po dlužníkovi, aby udržoval zajištění v platnosti a v nezměněné výši po celou dobu financování. Nedodržení této povinnosti je hodnocené jako porušení úvěrové smlouvy (viz část 7.2.8) a může vést k zesplatnění úvěru. Zároveň banka zpravidla požaduje, aby dlužník nezřizoval další zajištění, zejména z důvodu, že existence například zástavního práva s druhým pořadím může podstatným způsobem omezit možnosti realizace zástavního práva bankou.³⁴

Banka bude striktně trvat na obnově, resp. odpovídající úpravě, zajištění při jakýchkoli změnách ve struktuře projektu nebo úvěru, jako např. při fúzi, refinancování úvěru atp. Zároveň je z toho důvodu potřebné, aby úvěrová dokumentace buďto případné úpravy struktury předem důsledně popsala, anebo aby byl dlužník pro jejich realizaci povinen získat předchozí souhlas banky.

Půjčky společníků, resp. spřízněných osob poskytnutých dlužníkovi chápou banky jako vlastní zdroje (*equity*) za podmínky, že jsou subordinovány vůči bankovnímu úvěru. Pod plnou subordinací rozumíme skutečnost, že jsou úroky a jistina vyplaceny společníkům až poté, co je zcela splacen bankovní úvěr.

U komerčních projektů, kde je výnos generován průběžně, je v praxi užívána částečná subordinace, kdy je plně subordinována pouze jistina z půjčky společníků a úroky lze částečně vyplácet v závislosti na plnění finančních ukazatelů – tedy v období, kdy se projekt a jím generované cash flow vyvíjí uspokojivě v souladu s plánem.

Banka trvá zpravidla na tom, aby měl dlužník veškeré účty vedeny u ní, popřípadě u jiné banky (*tzv. account bank*), která umožní financující bance plnou kontrolu nad účty dlužníka tak, aby měla tok peněz pod svou kontrolou.

Finanční ukazatele

Banka též zpravidla požaduje od dlužníka splnění určitých finančních ukazatelů (*FU, financial covenants*). FU vycházejí z podnikatelského záměru klienta.

Klient se zaváže ve smlouvě FU pravidelně plnit a k dohodnutému datu banku o jejich plnění informovat. Neplnění FU představuje porušení úvěrové smlouvy. FU mají motivační a kontrolní charakter. FU musí být jednoznačně definované a transparentně kontrolovatelné.

U nemovitostních projektů jsou obvykle užívány FU následující (individuální hodnoty FU vždy závisí na charakteru projektu a úvěrové politice banky):

³³/ Srov. § 525 odst. 1 *věta druhá* občanského zákoníku ve spojení s § 317 odst. 1 občanského soudního řádu

³⁴/ Srov. např. § 230 odst. 2 insolvenčního zákona

i/ __ v průběhu výstavby:

LTC (*Loan to Cost*): Výše úvěru jako poměr rozpočtovaných nákladů celého projektu. Zpravidla nesmí překročit 70 %.

Procento předprodejů (u rezidenčních projektů): Poměr hodnoty bytů, k nimž jsou uzavřeny smlouvy o smlouvě budoucí kupní, k předpokládaným celkovým výnosům projektu. V současné době je obvyklé až 30%.

Procento předpronájmů (u komerčních projektů): V současné době banky vyžadují také procento předpronájmů, které minimálně kryje úrokové náklady z čerpaného úvěru. Procento předpronájmů se obvykle sleduje na základě **ICR** (*Interest cover ratio*), tj. poměru cash flow z uzavřených smluv o budoucích nájemních smlouvách k úrokovým nákladům doposud načerpaného úvěru. V praxi je k dosažení ICR 1,0 potřebných zhruba 40 % předpronájmů.

ii/ __ ve fázi investiční (po kolaudaci a po pronájmu většiny prostor)

LTV (*Loan to Value*) měří poměr nesplacené části úvěru s úroky k tržní hodnotě nemovitosti. Počítá se obvykle jednou ročně a v současnosti se požaduje kolem 75%. Důležité je nezávislé ocenění od renomovaného experta prováděné každý rok. Pokud se tržní hodnota financovaného aktiva nečekaně sníží a existující úvěr „přesáhne“ dohodnutý FU (např. LTV = 79%), je klient povinen část úvěru neprodleně splatit tak, aby se LTV snížilo na požadovanou výši, jinak dojde k porušení úvěrové smlouvy a následně k zesplatnění úvěru. Konkrétní postup závisí na dohodě a konkrétní formulaci v úvěrové smlouvě.

DSCR (*debt service cover ratio*) sleduje poměr mezi volným cash flow dlužníka a dluhovou službou (souhrn úroků a splátek jistiny, které je dlužník povinen v daném období platit). Obvyklá hodnota je kolem 120%. DSCR se zpravidla sleduje na roční bázi, kdy podkladem k výpočtu jsou auditované účetní výkazy.

Banka se snaží motivovat dlužníka k naplnění FU, tj. k dosažení výsledků, které zajišťují řádné splacení úvěru, a to tím, že banka je zpravidla se vzrůstajícím procentem předprodejů/předpronájmů ochotna snížit marži, např. z 200 bps při 50 % předprodeji na 180 bps při 60% předprodeji. Obdobně se banky chovají u komerčních projektů v závislosti na procentech předpronájmů nebo DSCR.

Pokud jsou plněny FU, je banka zpravidla ochotna souhlasit s výplatou úroků ze subordinovaných úvěrů dlužníka poskytovatelům takových úvěrů. Např. pokud je požadované DSCR 120%, může dlužník vyplatit úroky ze subordinovaného úvěru. Pokud je hodnota DSCR nižší než 120%, úroky ze subordinovaného dluhu se vyplatit nesmí. K výplatě dochází jednou za rok, po kontrole finančních ukazatelů, jež jsou počítány z auditovaných výkazů.

FU mají pro banku důležitý kontrolní význam. Pokud není FU dodržen, banka je oprávněna okamžitě zjednat nápravu: pozastavit čerpání, donutit klienta dodat do projektu vlastní zdroje, zvýšit marže, požadovat pokuty atd. Cílem banky však není kolaps projektu,

ale důsledná kontrola nad všemi fázemi života projektu včetně výstavby, provozu a celkového cash flow projektu tak, aby mohl být úvěr v dohodnutém režimu řádně splacen.

Milníky (*milestones*)

Banka sleduje vývoj projektu dle „milníků“ (*milestones*), zpravidla prostřednictvím třetí osoby – konzultanta, neboli stavebního dozoru (*nezávislý expert, construction/project monitor*). Milníky jsou odvozeny z podnikatelského plánu klienta. Za obvyklé milníky jsou považovány:

- i/ __ **dokončení prvního nadzemního podlaží**: V tento okamžik již může být do katastru nemovitostí zapsaná rozestavěná stavba a k této stavbě zřízeno zástavní právo.
- ii/ __ **dokončení hrubé stavby**: V tento okamžik obvykle vstupují do procesu budoucí nájemci a začínají ve spolupráci s developerem realizovat „fit outy“.
- iii/ __ **kolaudace a předání budovy**: Zde je klíčová zpráva nezávislého experta, který musí bance potvrdit, že stavba byla ukončena v souladu se stavebním povolením, dosahuje projektovaných parametrů, byly odstraněny klíčové nedodělky atd.

Milníky (věcné a časové plnění průběhu výstavby) a dodržování harmonogramu pomáhá bance sledovat nezávislý expert, a to na náklady dlužníka. Důslednou kontrolou milníků a dodržování harmonogramu banka sleduje, zda nedochází k časové prodlevě a navýšení nákladů. Pokud nezávislý expert upozorní na časovou prodlevu či nárůst nákladů, zpravidla dochází k porušení úvěrové smlouvy a banka je oprávněna neprodleně zjednat nápravu.

Další povinnosti dlužníka (a mateřské společnosti)

Banka zpravidla vyžaduje i plnění dalších závazků týkajících se financovaného projektu. Patří mezi ně závazky dlužníka (*undertakings, covenants*), a to zejména tyto:

- i/ __ úvěrové prostředky budou použity výhradně k dohodnutým účelům;
- ii/ __ projekt bude dokončen ve stanoveném termínu a dlužník obstará všechna povolení potřebná k zahájení provozu projektu;
- iii/ __ dlužník neposkytne žádné záruky/úvěry třetím osobám bez předchozího souhlasu banky;
- iv/ __ žádná podstatná aktiva projektové společnosti nebudou prodána bez souhlasu banky;
- v/ __ vlastnická (akcionářská) struktura nebude měněna bez předchozího souhlasu banky (tzv. *change of control* ustanovení);
- vi/ __ žádná z projektových smluv (prodejní, nájemní, smlouva o dílo atd.) nebude

7/2/6

7/2/7

podstatným způsobem měněna, resp. dlužník neuzavře smlouvu podstatně se odchylojící od vzoru schváleného bankou, bez předchozího souhlasu banky;

vii/___ financovaná aktiva budou řádným způsobem pojištěna;

viii/___ klient bude informovat o jakémkoli nově vzniklém právním sporu;

ix/___ pohledávky z nově vzniklých nájemních smluv budou okamžitě zastaveny;

a závazky mateřské společnosti, zejména tyto:

x/___ veškeré půjčky mateřské společnosti poskytnuté projektové společnosti budou subordinovány bankovnímu úvěru;

xi/___ nezměnit vlastnickou strukturu projektové společnosti bez předchozího souhlasu banky;

xii/___ poskytnout projektové společnosti potřebné zdroje v případě záporného vlastního kapitálu anebo v případě navýšených nákladů (*cost overrun guarantee*).

7/2/8 Default, jeho následky a řešení

Hlavním cílem banky při poskytnutí úvěru na realizaci projektu je v dohodnutém čase získat zpět úvěrové prostředky zhodnocené o předem stanovený úrok. Toto se stane jen tehdy, pokud je projekt úspěšně dle plánu dokončen a prodán či pronajat. Pokud se v projektu vyskytnou problémy, banky se je snaží s dlužníkem řešit a obvykle volí „zesplatnění úvěru“ (akceleraci) jako krajní možnost až tehdy, když vyčerpaly všechny prostředky jednání s klientem o nápravě problémů, dokončení či úspěšném provozování projektu.

Banka je zpravidla oprávněna úvěr zesplatnit tehdy, když nastane porušení úvěrové smlouvy (*default*). Ve složitějších úvěrových vztazích se často rozlišuje mezi porušením (*default*), tj. situací, kdy dlužník již porušil určité ustanovení smlouvy, ale má ještě k dispozici lhůtu k nápravě (anebo se čeká na jinou skutečnost – např. stanovení následků havárie nezávislým expertem), a případem porušení (*event of default*), který nastává uplynutím takové lhůty. Banka je pak oprávněna úvěr zesplatnit až když nastane případ porušení, ale již od vzniku porušení se na dlužníka uplatňují omezení a širší pravomoci banky.

K typickým podstatným případům porušení patří:

i/___ platební default (dlužník přestane splácet);

ii/___ porušení některé z projektových smluv (kupní, nájemní, smlouva o dílo, pojistné smlouvy atd.);

iii/___ porušení některého z finančních ukazatelů, prohlášení či závazků dlužníka stanovených v úvěrové smlouvě nebo jiném úvěrovém dokumentu, například v zástavní smlouvě;

iv/___ negativní vývoj projektu a neschopnost dlužníka projekt dokončit (plnit harmonogram);

v/___ neplatnost anebo zneplatnění, či vznik neúčinnosti anebo nevymahatelnosti jakéhokoliv ustanovení úvěrové dokumentace a zejména zajištění;

vi/___ zahájení insolvenčního řízení proti dlužníkovi, pokud nejde o šikanózní návrh.

Výčet případů porušení není zdaleka kompletní, vždy závisí na konkrétních definicích v úvěrové smlouvě a politice banky.

Kromě případu platebního defaultu má dlužník zpravidla k dispozici lhůtu pro nápravu situace v délce několik dní, dohodnutou předem v úvěrové smlouvě (tzv. *cure period*). Pokud se ani po uplynutí této doby nepodaří dlužníkovi situaci vyřešit, rozhodne se banka s ohledem na stadium projektu zda:

i/___ učiní kroky k dostavbě projektu: vymění projektového manažera, dodavatele stavby atd. V praxi je takový postup méně častý, protože je náročný na kapacitu a zkušenosti banky. Postup vyžaduje součinnost mateřské společnosti. Tento krok se banka snaží realizovat poté, co zjistí, že realizaci zástavy získá minimum prostředků na úhradu úvěru.

ii/___ úvěr rovnou zesplatní a pokud není úvěr v dohodnutém čase splacen, přistupuje banka k realizaci zástav nemovitostí a obchodních podílů/akcií. Z výnosů realizace zástav se v první řadě uspokojuje banka, poté teprve dlužník a mateřská společnost.

7.3 Typy úvěrů

7/3

Typ úvěru je určován účelem financování. Jakmile je možné pojmenovat účel financování, obvykle je možné určit klíčová rizika pro typ úvěru (riziko manažerské, provozní, stavební, tržní – likviditní, transakční – právní). V praxi často dochází ke kombinaci typů úvěrů. V nemovitostním financování se nejčastěji objevují následující typy:

7.3.1 Akviziční úvěr

7/3/1

Klient obvykle kupuje konkrétní aktiva (pozemky, nemovitosti) nebo majetkové podíly ve společnosti, která taková aktiva vlastní (akcie). Dle toho se transakce nazývá *asset deal* (nákup aktiv) nebo *share deal* (nákup majetkových podílů).

Obvyklá výše úvěru: 70% akviziční ceny.

Klíčovým rizikem je transakční – právní riziko. Při akvizičním úvěru se banka zaměřuje na zajištění právní bezvadnosti transakce a omezení procesních a právních rizik, která by mohla ohrozit existenci úvěrového vztahu.

7/3/2 Před-developerský úvěr

Klient kupuje pozemky bez toho, aby měl připravený developerský projekt. Častým účelem financování je nákup takového pozemku nebo zajištění prací na přípravě developerského projektu.

Obvyklá výše úvěru: 50% tržní ceny pozemku.

Klíčový rizikem je kvalita a historická zkušenost klienta a jeho schopnost vrátit půjčené zdroje.

7/3/3 Developerský úvěr

Klient organizuje výstavbu nemovitosti. Účelem financování jsou úhrady nákladů spojených s výstavbou dané nemovitosti (zejména stavební náklady, inženýring, finanční náklady).

Obvyklá výše úvěru: 75% nákladů projektu.

Klíčovými riziky jsou včasnost výstavby v kvantitě a kvalitě (stavební riziko) a prodejnost postavené nemovitosti (tržní – likviditní riziko).

7/3/4 Investiční (hypoteční) úvěr

Klient provozuje funkční nemovitost. Účelem této úvěrové linky je obvykle refinancování akvizičního či developerského úvěru nebo refinancování vlastních zdrojů. Úvěr se vyznačuje (i) dlouhodobou amortizací a tím, že (ii) je splácen z příjmů za realizaci vlastního podnikatelského předmětu (pronájem komerčních či rezidenčních nemovitostí, provoz hotelu, atp.)

Obvyklá výše úvěru: 70% tržní ceny nemovitosti.

Klíčovými riziky jsou schopnost investora zajistit dlouhodobou udržitelnost nákladovosti projektu (provozní riziko) a dlouhodobé dostatečné příjmy z pronájmů a prodeje služeb (tržní – likviditní riziko).

7/4 Syndikace

U finančně náročných projektů a souvisejících úvěrů je obvyklé, že jedna banka není připravena, ať již z regulačních důvodů nebo z důvodů interní politiky, nést celé riziko úvěrového zatížení sama. Na trhu úvěrů tak dochází ke dvěma základním postupům „skladby“ úvěrových zdrojů – syndikace a poskytování klubových úvěrů.

7/4/1 Syndikace

U syndikací je běžný následující postup: jedna banka (*aranžér – mandated lead arranger*), poté, co získá od dlužníka mandát k aranžování transakce, dohaduje s dlužníkem veškeré podmínky financování a uzavírá s ním úvěrovou smlouvu. Současně se banka dlužníkovi zavazuje, že poskytne celou částku požadovaného úvěru. Dlužník je též informován o tom, že aranžér je oprávněn část úvěru následně po podpisu úvěrové

smlouvy prodat, zpravidla předem vybraným bankám. Pokud se prodej úvěru z jakéhokoli důvodu neuskuteční, zůstává aranžér jediným věřitelem, který musí úvěr poskytnout za předpokladu splnění podmínek čerpání ze strany dlužníka.

Banky, které si po podpisu úvěrové smlouvy část úvěru koupí, se stávají účastníky (*participants* či *subparticipants*) na základě podpisu tzv. převodního certifikátu (*transfer certificate*). Současně s pohledávkou z úvěru přechází na účastníky syndikátu zpravidla odpovídající práva na zajištění.

U syndikace musí banka v roli aranžéra zvážit riziko, nakolik se jí podaří připravit strukturu financování tak, aby byla dostatečně atraktivní a bezpečná pro následný prodej. Tato banka je vystavena tzv. „upisovacímu riziku“ (*underwriting risk*), které spočívá v tom, že pokud se jí nepodaří část úvěru prodat bankám na trhu, ponese celé riziko úvěru sama. Může se tak dostat do problémů s regulátorem, interní politikou banky atd. Z uvedeného důvodu se někdy poskytnutí úvěru sjednává s podmínkou, že aranžérovi se podaří úvěr syndikovat (*subject to syndication*).

Klubové půjčky

U klubových půjček je postup takový, že se dohodne dvě a více bank s dlužníkem o parametrech financování hned od počátku, společně podepisují jednu úvěrovou smlouvu a každá ze zúčastněných bank vytvořeného klubu poskytne pouze příslušnou část úvěru – nikoliv celkovou částku jako v případě syndikace. Transakce tak má jednoho dlužníka a několik věřitelů hned od počátku. Odpadá zde „upisovací riziko“.

Jeden z členů „klubu“ bývá zpravidla hlavním negociátorem struktury a dokumentace, který vede jednání s dlužníkem. Tato banka pak musí odkomunikovat s ostatními bankami v klubu dohodnuté parametry s klientem. Všichni musí bezpodmínečně souhlasit s finální strukturou financování.

Klubové půjčky v současné době naprosto převažují na trhu jako způsob financování „velkých“ projektů, vzhledem k nedávné krizi v oblasti financování nemovitostí. Je to dáno obecně propadem likvidity a zvýšenou ostražitostí bank u financování nemovitostních projektů. Banky jsou vedeny snahou diverzifikovat riziko a financovat více podobných projektů menšími úvěry.

Správce úvěru a správce zajištění

Při úvěrech, kde původní věřitel předpokládá syndikaci, i při klubových úvěrech, úvěrová smlouva zpravidla ustanoví jednu banku do funkce správce úvěru (*facility agent*), jehož úkolem je zejména koordinovat komunikaci mezi bankami a dlužníkem, popřípadě provádět platby, výpočty a jednoduchá rozhodnutí. Banky v syndikátu mají (poté, co se k tomu zavázaly) zpravidla samostatné postavení, tj. každá se zavazuje poskytnout úvěr samostatně a navzájem za své závazky vůči dlužníkovi neručí (ani správce úvěru neručí za ostatní banky) a pohledávky každé banky k dlužníkovi jsou samostatné a nezávislé (s výjimkou pohledávky správce zajištění, viz níže).

Správce úvěru má zpravidla, i když ne vždy, i funkci správce zajištění (*security agent*), jehož funkcí je držet a disponovat zajištěním poskytnutým dlužníkem k úvěru. V případě zástavních smluv je správce zajištění pro zjednodušení situace často jediným zástavním věřitelem. To však vyžaduje, aby byl správce zajištění oprávněn požadovat od dlužníka kromě svých vlastních nároků i nároky ostatních bank a zároveň aby byl dlužník oprávněn uhradit svůj závazek správci zajištění a rovněž příslušné bance, která je věřitelem příslušné části úvěru. Tento problém se řeší pomocí struktury tzv. paralelního dluhu (*parallel debt*), tj. fiktivního samostatného závazku dlužníka vůči správci zajištění, který kopíruje závazky vůči ostatním bankám a k němuž se zřizuje zajištění. České právo však paralelní dluh nezná a není zřejmé, zda by taková dohoda byla vynutitelná. Proto se používá i struktura, kdy se dlužník zaváže vůči správci zajištění a vůči každé jiné bance společně a nerozdílně v souladu s českým právem. Tato struktura však ještě nebyla předmětem posuzování českých soudů a není možné potvrdit její funkčnost.

7/5 Standardy dokumentace

Úvěrový vztah je po dosažení dohody zpravidla popsán v dokumentu obsahujícím základní podmínky poskytnutí úvěru (tzv. *term-sheet*), který pro banku není vždy závazný (často v závislosti na tom, zda úvěrový výbor banky již úvěr schválil, tj. byl udělen tzv. *credit approval*, a vystaven tzv. *committed term-sheet*). Již v *term-sheetu* anebo v mandátu pro aranžéra je však důležité stanovit rozhodné právo pro případné spory vzniklé z nezajištění, popřípadě neposkytnutí úvěru.

Po podepsání *term-sheetu* banka zpravidla prověřuje (nebo nechá své právníky prověřit) základní parametry projektu, tj. provádí alespoň základní due diligence (viz část 6.2). Obvyklé též je, že si banka vyžádá výslednou zprávu (*report*) z due diligence provedené právníky klienta pro účely koupě projektové společnosti, popřípadě tzv. *reliance letter*, kterým bance právníci klienta potvrdí, že může na jejich zprávu spoléhat.

Samotný úvěrový vztah je následně dokumentován:

- a/ __ **úvěrovou smlouvou**, která popisuje podmínky poskytnutí úvěru a vztahy mezi členy syndikátu;
- b/ __ **zajišťovacími dokumenty**, zejména zástavními smlouvami k nemovitostem a k akciím dlužníka – těmi se zřizuje zajištění a neměly by obsahovat další obchodní podmínky úvěru;
- c/ __ **smlouvou o podřízenosti** (*subordination agreement*), popř. dohodou mezi věřiteli (*intercreditor agreement*), na jejímž základě podřídí ostatní věřitelé (zejména akcionáři) své pohledávky vůči dlužníkovi pohledávkám banky, popřípadě se dohodnou další pravidla interakce věřitelů;

d/ __ **právními posudky** (*legal opinion*), které vystavují právníci banky a popřípadě i dlužníka (zejména pokud poskytuje zajištění nebo přijímá jiné povinnosti zahraniční osoba), kterými potvrzují platnost a účinnost úvěrové dokumentace.

Na anglickém úvěrovém trhu vyvinula tzv. *Loan Market Association* (LMA, viz www.loanmarketassociation.org) vzorovou úvěrovou smlouvu, která obsahuje základní ustanovení pro syndikované úvěry. V případě rozsáhlejších úvěrů je i v České republice velice časté použít vzorovou úvěrovou smlouvu jako základ pro další vyjednávání. V případě, že se úvěrový vztah řídí českým právem, jsou často potřebné odchylky pro zohlednění českých specifik.

Kromě LMA se na českém trhu uplatnily vzorové dokumenty vypracované mezinárodní asociací pro swapy a deriváty (*ISDA*, viz www.isda.org), které se používají pro zdokumentování derivátových obchodů, zejména v případě zajišťování úrokové míry nebo směnného kurzu. Tato dokumentace vychází z rámcové smlouvy (*master agreement*), která obsahuje základní pravidla provádění derivátových obchodů a strany ji zpravidla nemění, z přílohy rámcové smlouvy (*schedule*), která popisuje specifika konkrétního vztahu (např. požadavek zajištění nebo adresy), a následně z jednotlivých konfirmací, kterými strany potvrzují uzavření konkrétního derivátového obchodu. Důležitým ustanovením, které odůvodňuje použití takto komplexní dokumentace, je závěrečné vyrovnání zisků a ztrát (*close-out netting*),³⁵ které zajišťuje, že v případě porušení kteréhokoliv obchodu budou veškeré pozice jednotlivých stran proti sobě započteny a pouze výsledná částka bude uhrazena.

³⁵/ Srov. i § 197 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění

Realitní projekty, stejně jako jiné podnikatelské projekty, často realizuje více partnerů. V některých případech se taková situace označuje jako společný podnik (*joint venture*), zejména pokud jde o nový společný projekt dvou již existujících podniků.

8/1 Role partnerů

V rámci realitních společných podniků často dochází ke spojení developera s finančním partnerem, který má zájem získat vyšší výnos než při standardním úvěru. Finanční partner pak spolu s developerem do projektu vloží vlastní zdroje a společně se budou snažit získat co největší část investice od bank. Developer projekt realizuje a pravidelně o realizaci informuje finančního partnera. Důležité je ve smlouvě o společném podniku rozdělení rolí upravit co nejpodrobněji tak, aby později nedocházelo ke sporům. Zároveň je vhodné upravit manipulaci s bankovními účty a předpokládaný harmonogram projektu.

Nejdůležitějším bodem smlouvy o společném podniku je však zpravidla rozdělení výnosu, kdy má developer často po navrácení investice finančního partnera nárok na větší podíl na zisku (viz část 8.3.1).

Společné podniky se nezdá se uzavírají pro více projektů, často se vytváří společný podnik jako zcela nová firma spojením finančně silné společnosti s úspěšným developerem (například ATG/Lincoln, GE a Quinlan). Smlouva o společném podniku pak zpravidla upravuje, kdy má který partner poskytnout do společného projektu svou investici a zároveň musí upravovat situaci, kdy se některé projekty nevydaří.

Kromě toho se vyskytují i společné podniky, kdy dva partneři koupí společně pozemek, který by žádný z nich sám developovat nevládl a kde má každý z nich zájem o development pouze na části pozemku, nebo společné podniky vlastníka pozemku s developerem.

8/2 Forward Funding

Struktura předběžného financování (*forward funding*) se používá v případě, že developer se s finálním finančním investorem dohodne na budoucím prodeji (neerezidenčního) projektu po jeho dokončení, avšak již ve fázi výstavby nemá dostatek vlastních zdrojů pro úhradu nákladů projektu, které není možné financovat bankovním úvěrem. Finanční investor pak, po uzavření smlouvy, poskytne projektové společnosti potřebné prostředky výměnou za právo kontrolovat zásadní transakce prováděné projektovou společností, právo vstoupit do projektu v případě, že se dostane do problémů, někdy zajištění na nemovitostech v druhém pořadí (za bankou), případně další práva.

Finanční investor zpravidla bude vyžadovat

a/___ informace o průběhu projektu;

b/___ dodržení určitých základních parametrů projektu (např. úrovně nájemného, kvality nájemníků);

c/___ možnost zablokovat, resp. komentovat, zásadní operace projektové společnosti (např. uzavření úvěrové smlouvy, akvizice pozemků);

d/___ odpovědnost developera za právní strukturu projektové společnosti a bezvadnost projektu (srov. pojednání o prohlášeních výše v části 6.2.1).

Finanční investor má zpravidla zájem o dosažení určitého výnosu (*yield*) z hotového projektu. Kupní cena za projektovou společnost se tak zpravidla určuje podle výnosu projektu: na základě nájemného očištěného o veškeré výdaje projektové společnosti se podle předem stanovené úrokové míry (*capitalization rate, yield*) stanoví hodnota projektu (*business value*), z níž se po odečtení závazků a přičtení (některých) aktiv stanoví kupní cena za 100% akcií projektové společnosti.

Úvěr poskytnutý investorem projektové společnosti je úročen ve výši požadovaného výnosu z investice, popřípadě výš, a o tuto částku se, v rámci úpravy závazků, sníží kupní cena.

8.3 Prvky struktury

8/3

Struktura společných podniků zpravidla nese některé společné znaky, které vyplývají ze stejných problémů, které partneři při sjednávání spolupráce řeší.

8.3.1 Distribuce zisku

8/3/1

Výnosy z projektu se zpravidla musejí použít nejprve na úhradu pohledávek financující banky. Následně, pokud úvěrová smlouva povoluje vyplácení dividend anebo splácení akcionářských úvěrů, se vyplácí výnos akcionářům. Struktura dělby výnosu se často nazývá *waterfall* (protože partneři očekávají vodopád výnosů).

Výnos si akcionáři obvykle dělí tak, že se nejprve finančnímu investorovi a posléze developerovi splatí jejich investice, anebo tak, že se výnos až do splacení (nominálních) investic obou partnerů dělí v poměru odpovídajícím relativní výši investic partnerů (*pro rata*). Další výnosy již představují čistý zisk z projektu a zpravidla se do určité výše vyplácí nadále *pro rata*. Po dosažení jisté úrovně zisku, která se zpravidla stanoví na základě požadovaného výnosu, se však již vyplácí developerovi vyšší část zisku, než jakému odpovídá výše jeho investice. Dosažený výnos se určí na základě IRR (vnitřní výnosnosti) a/nebo ROE (*return on equity* – návratnost vloženého kapitálu). Dělbá cash-flow pak vypadá například tak, že se výnosy dělí *pro rata* až do dosažení IRR ve výši 25% každým partnerem, a poté obdrží developer 50% dalšího výnosu i přes to, že do projektu vložil pouze 10% prostředků. Taková struktura se nazývá *promote*.

Pokud je společný podnik založen pro více projektů, uvedená struktura se může uplatňovat samostatně na každý projekt nebo pouze ve vztahu k celkovému výnosu společného podniku. V první situaci bude finanční investor požadovat, aby se případná ztráta z některých projektů uhradila ze zisku z následujících projektů. Developer v takové situaci získá nárok na vyplacení svého podílu na zisku pouze poté, co se finančnímu partnerovi vrátí jeho předchozí neúspěšná investice a i požadovaný výnos dosáhl mezní hodnotu ve vztahu ke všem projektům (tato struktura se nazývá *claw-back*).

8/3/2 Squeeze-down

Pokud některý z partnerů poruší svou povinnost poskytnout do společného podniku, resp. projektové společnosti, svou investici, musí za to být penalizován. Obvyklé řešení, které předchází úplnému rozvázání společného podniku (viz část 8.4), spočívá v tzv. *squeeze-down*, tj. ve snížení podílu partnera porušujícího smlouvu. To je možné realizovat například tak, že partner, který smlouvu neporušil, má právo získat nové akcie projektové společnosti anebo nabýt akcie porušujícího partnera za sníženou cenu, anebo má nárok na zvýšený úrok přirůstající k jeho investici (resp. jím poskytnutému akcionářskému úvěru), čím se zvýší jeho podíl na zisku. Partner, který smlouvu neporušil, však často může uvedené výhody získat pouze pokud potřebnou investici, kterou měl poskytnout druhý partner, poskytne sám.

8/3/3 Rozhodovací mechanismy

Běžné provozní úkony týkající se projektu zpravidla realizuje developer, a to často na základě smlouvy o projektovém managementu, někdy jménem projektové společnosti. Veškerá závažnější rozhodnutí (stanovená obdobně jako v úvěrové smlouvě a často přísněji – viz část 7.2.7) vyžadují souhlas obou partnerů, a samozřejmě též jakákoliv rozhodnutí, u nichž může existovat u některého z partnerů konflikt zájmů (například uzavírání nájemní smlouvy se společností ze skupiny jednoho z partnerů).

8/4 Ukončení partnerství

Partneři na začátku partnerství vstupují do společného podniku s úmyslem úspěšně realizovat plánovaný projekt, popřípadě projekty. Tento úmysl si vzájemně ověřují právě vstupní investicí každého z partnerů. Nicméně okolnosti se mohou změnit, původní porozumění partnerů se může změnit na úplnou neschopnost komunikace (to může způsobit pouhá změna příslušných osob na relevantní pozici) nebo může nastat neočekávaná událost. V takové situaci může nastat mezi partnery spor, a dohoda o společném podniku by měla takový spor předvídat, resp. předvídat jeho důsledky a umožňovat řešení tak, aby tento spor co nejméně ohrozil realizaci společného projektu.

8/4/1 Pat

Situace, kdy partneři nejsou schopni se shodnout na zásadních rozhodnutích, která vyžadují souhlas obou partnerů, nastává situace označovaná jako pat (*deadlock*). Smlouva o společném podniku pro tuto situaci většinou stanoví určitý proces, kterým by měli

partneři dospět ke shodě, například tak, že každý partner má právo prohlásit existenci sporu a oba partneři mají povinnost o věci v určité lhůtě jednat. Při partnerství větších společností se někdy vyžadují postupně jednání na vyšší úrovni, pokud manažeři pověřeni projektem nejsou schopni dosáhnout shody.

Některé smlouvy o společném podniku se snaží motivovat partnery k nalezení smírného řešení tím, že v případě neřešitelných rozporů se společný podnik zlikviduje (viz část 8.4.3). Naproti tomu jiné smlouvy používají různé metody, z nichž nejnámější je tzv. *texas shoot-out*, která spočívá v tom, že jeden z partnerů doručí druhému partnerovi nabídku koupě i prodeje obsahující stanovení hodnoty společného podniku. Druhý partner se pak na základě takové nabídky může (a musí) rozhodnout prodat svůj podíl nebo koupit podíl nabízejícího partnera za cenu odpovídající výši převáděného podílu na hodnotě podniku stanovené nabízejícím partnerem. Takové řešení je na první pohled spravedlivé, nicméně může být zcela nespravedlivé v případě, že jeden z partnerů je finančně podstatně silnější. V takovém případě strany často mechanismus modifikují tím, že lhůta pro rozhodnutí je u slabšího partnera (resp. u adresáta nabídky) dostatečně dlouhá, aby si zajistil financování, popřípadě nového partnera.

Omezení prodeje podílu

Partneři obvykle nemají zájem na tom, aby druhý partner svůj podíl převedl na třetí osobu. Pro zabránění takové situaci se používá několik mechanismů, a to:

- i/___ předkupní právo – předtím, než jeden z partnerů svůj podíl prodá třetí osobě, musí ho nabídnout druhému partnerovi za stejných podmínek;
- ii/___ právo přidat se k prodeji (*tag along*) – pokud jeden z partnerů zamýšlí přijmout od třetí osoby nabídku na odkup svého podílu, musí zajistit, aby tato třetí osoba učinila stejnou nabídku i druhému z partnerů;
- iii/___ povinnost přidat se k prodeji (*drag along*) – pokud jeden z partnerů (popřípadě po umožnění realizace předkupního práva a/nebo tag along) prodává svůj podíl třetí osobě, má právo donutit druhého partnera, aby i ten prodal svůj podíl tak, aby kupující měl 100% podíl na projektu.

Nastavení, popřípadě použití, zejména posledních dvou uvedených mechanismů závisí na dohodě stran a často vyžaduje poměrně složitou dohodu o ocenění podílů. Proto se občas používá pouze předkupní právo. Tyto mechanismy je navíc možné pojistit úpravou ve společenské smlouvě anebo stanovách projektové/holdingové společnosti tak, aby se nedaly obejít.

Ukončení projektu (likvidace)

V případě, že se strany dohodnou na ukončení společného podniku, popřípadě smlouva ukončení předvídá, a nedochází k prodeji podílů jednou ze stran, smlouva o společném podniku často stanoví, že se společný podnik zlikviduje, tj. že se prodají jednotlivá

aktiva, často představovaná 100% podíly v projektových společnostech, které vlastní určité nemovitosti.

Protože obecná zákonná úprava likvidace není vždy zcela vyhovující pro tento účel (ne vždy je založena jedna společnost realizující společný podnik, často je potřeba rozvázt komplexní vztahy mezi jednotlivými společnostmi ve skupině), je obvyklé likvidaci ve smlouvách o společném podniku specificky upravovat. Takto dohodnutý proces likvidace zpravidla upravuje zejména otázku, kdo bude pověřen zprostředkováním prodeje aktiv (zpravidla broker se značnou reputací), jaké poradce (finanční a právní) si partneři pro prodej najmou a jak budou sdílet náklady na tyto poradce. I když se může zdát, že taková dohoda je s ohledem na již nefungující partnerství zbytečná, pokud je smlouva jasná a je přizpůsobená povaze společných projektů je podstatně pravděpodobnější, že ji strany budou respektovat a tím docílí zdárné likvidace, než pokud žádná smlouva neexistuje.

8/5 Struktura dokumentace

Partneři zpravidla upravují své vztahy komplexní smlouvou, která upravuje některé, nebo i všechny, z výše zmíněných prvků struktury a samozřejmě spoustu dalších záležitostí. Tato smlouva se nazývá akcionářská smlouva (*shareholders agreement*), smlouva o společném podniku (*joint venture agreement*) nebo prostě rámcová smlouva (*framework agreement, master agreement*). Některé prvky dohody partnerů může být vhodné zapracovat i do stanov projektové společnosti (viz část 2.1.2).

Kromě toho bude společný podnik zpravidla vyžadovat další dokumentaci, na níž se musejí partneři dohodnout, např. o projektovém managementu, nájemní smlouvy, smlouvy o převodech akcií atp.

PŘÍLOHA 1 – SLOVNÍK DEFINIC

Při sjednávání úvěrových smluv nebo smluv o společném podniku často dochází k diskuzím o správné definici některých pojmů významných pro fungování vztahu mezi stranami. Při přípravě této publikace jsme se proto pokusili vytvořit alespoň obecný základ některých často používaných definic, z něhož by strany při jednání mohly vycházet. Tyto definice nejsou vždy plně v souladu s teoretickým významem jednotlivých pojmů a jsou záměrně přizpůsobeny praxi.

Níže uvedené definice je vždy potřeba přizpůsobit konkrétním podmínkám projektu a ostatním definicím používaným v příslušné smlouvě a její struktuře. Zároveň bude často potřeba tyto definice dále vyjednávat a upřesnit ve vztahu k specifickým požadavkům stran.

Všechny níže uvedené definice předpokládají jasný význam některých základních pojmů, konkrétně:

Nemovitost (*Property*) znamená všechny nemovitosti, kterých se projekt týká.

Projekt (*Project*) znamená developerský projekt realizovaný Společností na Nemovitostech.

Společnost (*Company*) znamená projektovou společnost, která vlastní projekt.

Úvěř (*Facility*) znamená úvěrový rámec poskytnutý bankou Společnosti.

Při tvorbě definic používáme anglickou konvenci, tj. jednotlivé definice jsou uvozeny velkými písmeny a definované pojmy jsou ve smlouvě (a v ostatních definicích) používány s velkými písmeny. Tuto metodu považujeme za užitečnou. Definice často obsahují více možností nebo otevřené záležitosti, které jsou označeny hranatými závorkami ([]). Každý pojem je vždy definován v češtině a pod ním je uveden anglický ekvivalent příslušné definice.

Čistá současná hodnota znamená hodnotu veškerých peněžních toků Projektu (nákladů i příjmů) diskontovaných [požadovaným Výnosem].

Net Present Value means the value of all the cash-flows of the Project (costs as well as income) discounted [by the required Yield].

[*Definice použitelná pouze ve vztahu ke komerčním (nájemním) projektům:*]

Čistý provozní příjem znamená celkové nájemné splatné ze strany nájemců Společnosti za příslušné období (včetně DPH, ale bez jakýchkoliv jistot nebo plateb za služby) snížené o jakékoliv náklady Společnosti, které nejsou proúčtovány nájemcům na základě nájemních smluv (s výjimkou finančních nákladů Úvěru), a o veškeré daňové náklady Společnosti za příslušné období (včetně DPH).

Net Operating Income means total rent payable by the tenants to the Company for the relevant period (including VAT, but excluding any deposits or service charges) reduced by the amount of

any expenses incurred by the Company, which are not reimbursed by the tenants under the lease agreements (excluding financing costs under the Facility), and by all tax liabilities of the Company for the respective period (including VAT).

EBITDA znamená veškeré výnosy Společnosti snížené o veškeré provozní a personální náklady, ale nesnížené o náklady na platbu úroků, odpisy ani daně.

EBITDA (*earnings before interest, depreciation, tax and amortization*) means all the income of the Company reduced by all the operational and overheads expenses, but not by the interest, depreciation, interest and amortization expenses.

EURIBOR znamená roční procentní sazbu úrokové míry pro [tři]-měsíční úložky publikovanou na příslušné stránce na webové stránce Euriboru (www.euribor.org) v 11:00 v [Rozhodný den].

EURIBOR means the percentage rate per annum for [three]-months deposits for the relevant period displayed on the relevant page on the Euribor website (www.euribor.org) determined on 11:00 a.m. on the [Quotation Date].

Kapitálové výdaje znamenají výdaje Společnosti na rekonstrukce a jiné stavební úpravy Nemovitosti, které jsou [vynaložené v souladu s plánem kapitálových výdajů na daný kalendářní rok]/[předem odsouhlasené Bankou].

Capex means the expenses of the Company for reconstruction and other construction changes of the Property, which are [expended in accordance with the annual capex plan for the actual calendar year]/[approved in advance by the Bank].

Krytí dluhové služby znamená poměr (a) Čistého provozního příjmu k (b) celkovým splátkám jistiny a úroků Úvěru za příslušné období.

Debt Service Coverage Ratio (DSCR) means the ratio of (a) the Net Operating Income to (b) the aggregate of the payments of interest and principal under the Facility for a given period.

Podíl na hodnotě znamená poměr (a) celkové výše načerpaného Úvěru, včetně úroků a dalšího příslušenství, k (b) tržní hodnotě Nemovitosti.

Loan to Value means the ratio of the (a) total amount of the utilized Facility, including interest and other appurtenances, to (b) the market value of the Property.

Porušení znamená Případ porušení a jakoukoliv skutečnost, událost nebo situaci [uve-
denou v článku smlouvy, který stanoví Případy porušení], v jejímž důsledku by plynul-
tím času, doručením oznámení nebo provedení určení došlo k Případu porušení.

Default means an Event of Default and any fact, event or circumstance, which with passage of time, giving of notice or making of determination would lead to an Event of Default.

Případ porušení znamená jakoukoliv událost definovanou v článku [odkaz na přísluš-
né ustanovení].

Event of Default means any event defined in clause [reference to the respective clause].

PRIBOR znamená [Prague Interbank Offer Rate] roční procentní sazbu mezibankové úrokové míry pro [tříměsíční deposity]/[příslušné období], zobrazené na stránce PRGO

(nebo jiné stránce, která ji nahradí) v informační službě Reuters v 11:00 v [Rozhodný den].

PRIBOR means the percentage rate per annum of interbank interest rates for deposits in Czech Crowns for [three months]/[the relevant period], as displayed on page PRBO (or on such other page which may replace such page) of the Reuters Information Service, on 11:00 a.m. on the [Quotation Day].

Úrokové krytí znamená poměr (a) Čistého provozního příjmu k (b) platbám úroků Úvěru za příslušné období.

Interest Coverage Ratio (ICR) means the ratio of (a) the Net Operating Income to (b) the payments of interest under the Facility for a given period.

Vnitřní míra výnosnosti (IRR) znamená [roční] diskontní sazbu, při jejímž použití, pokud by se jí ke dni zahájení Projektu diskontovaly veškeré peněžní toky [Projektu]/ [Společnosti]/ [jiného subjektu ve vztahu k Projektu] až do dne, kdy se IRR počítá, je Čistá současná hodnota [Projektu]/[investice do Projektu] ke dni zahájení Projektu rovna nule. [často se používá i odkaz na funkci IRR v MS Excelu]

Internal Rate of Return (IRR) means the [annual] discount rate, which, if applied, as of the date of commencement of the Project, to all the cash-flows of the [Project]/[Company]/[other relevant entity in respect of the Project] up until the date when the IRR is calculated, causes the Net Present Value of the [Project]/[investment] as of the date of commencement to be equal to zero.

Volné peněžní prostředky znamenají peněžní prostředky Společnosti na jakémkoliv účtu nebo v hotovosti, které nepředstavují:

- a/ ___ rezervy, které musí Společnost držet v rámci Úvěru nebo podle obecného práva obchodních společností; nebo
- b/ ___ jistoty zaplacené Společnosti [nájemci na základě nájemních smluv nebo smluv o budoucích nájemních smlouvách]/[kupující jednotek na základě kupních smluv nebo smluv o budoucích kupních smlouvách]; nebo
- c/ ___ částky odpovídající splátkám jistiny a úroku Úvěru za následující [tři měsíce]; nebo
- d/ ___ částky odpovídající předpokládaným výdajům Společnosti za následující [tři měsíce].

Distributable Cash means any credit balance on any bank account of the Company or cash in hand held by the Company, which do not constitute:

- a/ ___ reserves, which the Company is obliged to keep under the Facility or under general corporate law; or
- b/ ___ deposits paid to the Company by [tenants of the Property under lease agreements or future lease agreements]/[purchasers of units under purchase agreements or future purchase agreements]; or
- c/ ___ amounts corresponding to payments of principal or interest under this Facility for the next [three months]; or
- d/ ___ amounts corresponding to the scheduled expenses of the Company for the next [three months].

Yield znamená diskontní sazbu, při jejímž použití se diskontovaný Čistý provozní příjem Projektů, při předpokladu nekonečného provozu Projektů, rovná požadované (nebo navrhované) hodnotě Projektů.

Yield means the discount rate, which, if applied to the Net Operating Income of the Project, assuming indefinite operation of the Project, gives the required (or proposed) value of the Project.

PŘÍLOHA 2 – REJSTŘÍK ANGLICKÝCH TERMÍNŮ

account bank _____	47	gross-up _____	26
anchor tenants _____	37	heads of terms _____	9
approval and development phase _____	9	holding company _____	12
arranger _____	52	initial public offering - IPO _____	24
asset deal _____	51	intercreditor agreement _____	54
bullet _____	43	Interest cover ratio _____	48
business value _____	57	internal rate of return – IRR _____	23
capitalization rate _____	57	ISDA _____	65
change of control _____	49	joint venture _____	56
change of control clause _____	21	joint venture agreement _____	60
claw-back _____	58	knowledge – imputed/constructive _____	39
close-out netting _____	55	legal due diligence _____	10
closing _____	21	legal due diligence _____	21,39
company management agreement _____	14	legal opinion _____	44,55
conditions precedent _____	44	Loan Market Association _____	55
conditions subsequent _____	44	Loan to Cost _____	48
condominium _____	20	Loan to Value _____	48
construction phase _____	9	mandated lead arranger _____	52
construction/project monitor _____	49	margin _____	43
corporate administration agreement _____	14	master agreement _____	55,60
cost of funds _____	42	mezzanine financing _____	24
cost overrun guarantee _____	46,50	milestones _____	16,49
covenants _____	47	negative pledge _____	46
credit approval _____	54	net present value – NPV _____	22
cure period _____	65	non recourse loan _____	44
deadlock _____	58	operating company _____	12
debt service _____	43	parallel debt _____	54
debt service cover ratio _____	48	pari passu _____	45
default _____	50	participants _____	53
development fee _____	8	pay-off letter _____	21
drag along _____	59	post-completion phase _____	9
equity _____	8	pre-development phase _____	9
escrow account _____	39	project finance _____	7
event of default _____	50	project management agreement _____	14
exit _____	8	project manager _____	14
facility agent _____	53	promote _____	57
feasibility study _____	9	real estate investment trust – REIT _____	33
financial assistance _____	33	refinancing _____	21
financial covenants _____	47	refinancing costs _____	42
fit-outs _____	19	release of security _____	21
forward funding _____	56	reliance letter _____	54
forward sale _____	21	representations and warranties _____	39,45
framework agreement _____	60	return on equity _____	57

<i>schedule</i> _____	55	<i>term-sheet</i> _____	54
<i>security agent</i> _____	54	<i>texas shoot-out</i> _____	59
<i>senior bank loan</i> _____	24	<i>title insurance</i> _____	41
<i>share deal</i> _____	26,51	<i>tranche</i> _____	45
<i>shareholders agreement</i> _____	60	<i>transfer certificate</i> _____	53
<i>special purpose entity</i> _____	12	<i>transfer confirmation</i> _____	21
<i>special purpose vehicle</i> _____	12	<i>triple-N</i> _____	19
<i>squeeze-down</i> _____	58	<i>undertakings</i> _____	49
<i>subject to syndication</i> _____	53	<i>underwriting risk</i> _____	53
<i>subordination agreement</i> _____	54	<i>waterfall</i> _____	57
<i>tag along</i> _____	59	<i>yield</i> _____	23,57
<i>termsheet</i> _____	9		

PŘÍLOHA 3 – BANKY V ČESKÉ REPUBLICE K 1. 10. 2008

Aareal Financial Service spol s r.o. (Aareal Bank)

Anglo-Irish bank

BAWAG Bank CZ a.s.

Calyon S.A.

CitiGroup

Credit Suisse

Československá obchodní banka, a.s.

Česká spořitelna, a.s.

ERSTE Bank AG

EUROHYPO AG

Helaba Landesbank Hessen-Thuringen

Hypo Real Estate Bank International

ING Bank N.V.

InvestKredit Bank AG

Komerční banka

Raiffeisenbank

UniCredit Bank

Volksbank CZ, a.s.

V případě zájmu o více výtisků publikace Financování developerských projektů nebo o informace o ARTN se, prosím, obraťte na sekretariát ARTN:

ARTN, Palác Koruna, Václavské náměstí 1, 110 00 Praha 1, Czech Republic

Tel.: +420-774 272 393

Email: info@artn.cz

www.artn.cz

Jazyková korektura: Lenka Benešová

Obálka a grafická úprava: Markéta Kudláčková

Foto: ČSOB

Náklad: 500 ks

Vydavatel: Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, občanské sdružení