

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE**

**PRÁVNICKÁ FAKULTA**

**Mgr. DAVID NEUMHR**

**IPO V KONTEXTU ČESKÉHO  
A EVROPSKÉHO PRÁVA**

**IPO IN THE CONTEXT OF CZECH  
AND EUROPEAN LAW**

**RIGORÓZNÍ PRÁCE**

Konzultant rigorózní práce: **JUDr. Vít Horáček, Ph.D.**

KATEDRA OBCHODNÍHO PRÁVA

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): **30. dubna 2017**

## **ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ**

Prohlašuji, že předloženou rigorózní práci jsem vypracoval samostatně a že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny. Dále prohlašuji, že tato práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Zároveň prohlašuji, že vlastní text této rigorózní práce, a to včetně poznámek pod čarou, čítá celkem 247 729 znaků.

V Praze, dne 30. dubna 2017

Mgr. David Neumahr

## **PODĚKOVÁNÍ**

Děkuji všem, kteří mi umožnili postgraduální studium na Právnické fakultě Univerzity Karlovy v Praze a také všem, kteří mi jakoukoliv formou pomohli k vypracování této rigorózní práce.

Zejména bych rád poděkoval konzultantovi mé rigorózní práce, JUDr. Vítu Horáčkovi, Ph. D., jenž mi svým vedením a zkušenostmi pomohl zvolit správný postup a svým kolegiálním přístupem přispěl k vytvoření této rigorózní práce.

# OBSAH

<b>Seznam použitých zkratk</b>	<b>7</b>
<b>Úvod</b>	<b>8</b>
<b>1. Initial Public Offering (IPO)</b>	<b>10</b>
<b>1. 1. Kapitálový trh a akcie</b>	<b>10</b>
1. 1. 1. Kapitálový trh	10
1. 1. 2. Akciová společnost	13
1. 1. 3. Akcie jako aktivum IPO	13
<b>1. 2. Vymezení pojmu IPO</b>	<b>14</b>
1. 2. 1. Dělení IPO	16
<b>1. 3. Geneze a vývoj prvotní nabídky akcií</b>	<b>18</b>
<b>2. Právní úprava IPO z pohledu Evropské unie a českého práva</b>	<b>21</b>
<b>2. 1. Obecné právní aspekty IPO</b>	<b>22</b>
<b>2. 2. Unijní legislativní rámec</b>	<b>24</b>
2. 2. 1. Lamfalussyho směrnice	26
<b>2. 3. Právní rámec IPO v České republice</b>	<b>36</b>
<b>3. Třístupňová regulace IPO – současný vývoj a rozhodovací praxe</b>	<b>39</b>
<b>3. 1. Evropská legislativa</b>	<b>39</b>
<b>3. 2. Národní legislativa</b>	<b>41</b>
<b>3. 3. Nároky organizovaného trhu</b>	<b>42</b>
<b>3. 4. Rozhodovací praxe ve vztahu k primární emisi</b>	<b>43</b>
<b>4. Proces prvotní veřejné nabídky</b>	<b>48</b>
<b>4. 1. Výběr trhu pro IPO</b>	<b>48</b>
<b>4. 2. Přípravná fáze</b>	<b>51</b>
4. 2. 1. Underwriter a jeho výběr	53
<b>4. 3. Realizační fáze</b>	<b>55</b>
4. 3. 1. Zvýšení základního kapitálu	55
4. 3. 2. Due dilligence	58
4. 3. 3. Přijetí akcií k obchodování na trhu	59

4. 3. 4. Marketing primární emise – roadshow a bookbuilding	61
<b>4. 4. Úpis akcií</b>	<b>63</b>
<b>4. 5. Listing akcií a stabilizace kurzu</b>	<b>64</b>
<b>4. 6. Důsledky obchodování pro emitující společnost</b>	<b>66</b>
<b>4. 7. Ekonomické dopady primární emise</b>	<b>67</b>
<b>4. 8. Shrnutí</b>	<b>71</b>
<b>5. Trhy pro IPO</b>	<b>72</b>
5. 1. Burzovní vs. mimoburzovní trhy	73
5. 2. Volba správného trhu	76
<b>6. Prospekt a jeho úloha ve veřejné nabídce</b>	<b>78</b>
6. 1. Náležitosti prospektu	79
6. 2. Vyhotovení prospektu	84
6. 3. Schvalování prospektu a jeho uveřejnění	85
6. 4. Shrnutí úlohy prospektu a plánované Nařízení o prospektu	90
<b>7. Case study – srovnání burzovních trhů v rámci CEE</b>	<b>93</b>
<b>7. 1. Burza cenných papírů Praha (BCPP)</b>	<b>93</b>
7. 1. 1. Tržní segmentace BCPP	95
7. 1. 1. 1. Prime Market BCPP	96
7. 1. 1. 2. Standard Market BCPP	97
7. 1. 1. 3. Trhy START a FREE	97
7. 1. 1. 4. Podmínky přijetí na regulované trhy BCPP	98
7. 1. 3. Burzovní poplatky	101
7. 1. 4. Obchodování na BCPP v číslech	102
7. 1. 5. Index PX	106
<b>7. 2. Wiener Börse (WB)</b>	<b>107</b>
7. 2. 1. Vídeňské trhy a podmínky pro přijetí k obchodování	108
7. 2. 1. 1. Prime market WB	109
7. 2. 1. 2. Mid market WB	110
7. 2. 1. 3. Standard market WB	111
7. 2. 2. Poplatky na WB	111
7. 2. 3. Obchodování na WB v číslech	113
<b>7. 3. Warsaw Stock Exchange (GPW)</b>	<b>116</b>
7. 3. 1. Hlavní a alternativní trh na GPW	117

7. 3. 2. Přijetí k obchodování na Main Market a New Connect	120
7. 3. 3. Poplatkový řád GPW	122
7. 3. 4. Obchodování na GPW v číslech	124
<b>7. 4. Vyhodnocení případové studie</b>	<b>126</b>
<b>Závěr</b>	<b>128</b>
<b>Seznam použitých zdrojů</b>	<b>138</b>
<b>Resumé</b>	<b>152</b>
<b>Summary</b>	<b>153</b>
<b>Abstrakt</b>	<b>154</b>
<b>Klíčová slova</b>	<b>154</b>
<b>Title of the rigorous thesis</b>	<b>155</b>
<b>Abstract</b>	<b>155</b>
<b>Keywords</b>	<b>155</b>

## Seznam použitých zkratek

BCPP – Burza cenných papírů Praha

CEE – Central and Eastern Europe (region střední a východní Evropy)

ČR – Česká republika

ČNB – Česká národní banka

ESMA – European Securities and Markets Authority

EU – Evropská unie

EUR – euro

FSAP – Financial Services Action Plan

FESE – Federation of European Securities Exchanges

GBP – britská libra

Kč – Koruna česká

IPO – Initial Public Offering, prvotní veřejná nabídka cenných papírů

ISD – Investment Services Directive

MiFID – Directive on Markets in Financial Instruments (směrnice o trzích finančních nástrojů I)

MiFID II – Directive on Markets in Financial Instruments II (směrnice o trzích finančních nástrojů II)

NYSE – New York Stock Exchange

OZ – zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění

PSE – Prague Stock Exchange

SDEU – Soudní dvůr Evropské unie

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission

SEO – Seasoned Equity Offering

Sb. – sbírka (zákonů)

USD – americký dolar

WB – Wiener Börse

WFE – World Federation of Exchanges

WSE – Warsaw Stock Exchange

ZOK – zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, v platném znění

ZPKT – zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění

## Úvod

Prvotní veřejná nabídka akcií společnosti, častěji označována původním anglickým názvem *Initial Public Offering* (IPO), a její následný vstup na zejména veřejný regulovaný trh lze označit za komplikovaný, zdlouhavý a velmi nákladný proces, během kterého dochází k neustálému střetu a prolínání práva s ekonomikou. Cílem této rigorózní práce je postupně čtenáři stručně přiblížit, vysvětlit pojem a historický vývoj IPO, nastínit subjekty, kterých se může týkat a také, pro lepší orientaci a pochopení následujících částí této práce, vytyčit relevantní legislativní rámec, jenž upravuje problematiku IPO nejen pro české, ale i pro zahraniční emitenty na území Evropské unie.

Mou snahou bude nikoliv pouze popsat, analyzovat a co nejpřesněji zhodnotit celý postup (od nezbytného rozhodnutí akciové společnosti zvýšit svůj základní kapitál, přes transformaci, kterou musí každá společnost ještě před nabídkou svých akcií provést, jednotlivé fáze celého procesu IPO a další), avšak pokusit se také kriticky pohlédnout na nejvýznamnější právní instituty, které se veřejné nabídky akcií týkají, jejich současnou úpravu a zamyslet se nad možnými zlepšeními do budoucna.

Mezi tyto instituty patří bezpochyby prospekt, due diligence a celistvá oblast regulace vydávání cenných papírů a jejich následného obchodování na trhu.

Stěžejní právní úprava pro emitenty na trzích nacházejících se na území České republiky se nachází v zákonu č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, přičemž většina ustanovení, v tomto zákoně obsažených, je transpozicí sekundárního práva Evropské unie. Je zřejmé a zcela logické, že členské státy Evropské unie mají eminentní zájem na harmonizaci v oblasti kapitálových trhů, do jejichž oblasti IPO spadá, a proto jednotlivé národní úpravy napříč členskými státy Unie jsou téměř totožné.

Díky důsledné harmonizaci v oblasti regulace kapitálových trhů došlo k zásadnímu zvýšení ochrany investorů, zpřístupnění celého systému trhů i menším emitentům a k efektivní kontrole celounijního finančního systému. V neposlední řadě,



jakkoli bych nerad pochyboval o prestiži některých evropských trhů, došlo k určitému dozrání evropské kapitálové kultury a přiblížení se modelu ze Spojených států, kde primární emise je společnostmi vnímána jako naprosto běžná alternativa k úvěrovému financování.

V návaznosti na výše uvedené se rovněž zaměřím na aspekty, jež ovlivňují výběr vhodného trhu pro prvotní veřejnou nabídku akcií společnosti. Emitenti často tíhnou pouze k trhu, který znají a zbytečně tak přicházejí o možnosti výhodnějších kotací svých akcií a získání většího množství toliko kýženého kapitálu. Volba vhodného trhu, respektive trhů je pak v důsledku unijní harmonizační legislativy a existenci jednotného evropského pasu pro emitenty výrazně jednodušší.

Poslední kapitola je případovou studií, v rámci které se věnuji představení a následné komparaci třech významných burzovních trhů v regionu střední a východní Evropy. Tyto trhy jsem pro účely své rigorózní práce zvolil jednak vzhledem k jejich geografické blízkosti, ale také pro názorné srovnání z pohledu ekonomického, neboť přestože jsou si v lecčem podobné, mají každý svá specifika, na která je třeba pamatovat, a to nejen při prvotní veřejné nabídce.

V případové studii postupně krátce nastíním historii daného burzovního trhu, jednotlivé tržní segmenty, burzovní poplatky dopadající zejména na nové společnosti při primární emisi a členství na burze. Na závěr zahrnu také zmíněné ekonomické ukazatele obchodování na konkrétním trhu, na kterých bude možné konkrétně demonstrovat velikost burzovního trhu.

Téma zabývající se IPO jsem si vybral zejména proto, že se dle mého přesvědčení jedná o velmi zajímavý zdroj financování pro společnosti a navíc jsem toho názoru, že celá tato oblast je jen velmi málo probírána a neexistují téměř žádné ucelené zdroje, jež by se problematice prvotní veřejné nabídky věnovaly. Mým skromným cílem je, co nejlépe, uceleně a ve vzájemných souvislostech, celý proces IPO popsat s přihlédnutím k praktické stránce, neopomínaje právní a ekonomické dopady na akciové společnosti, které se rozhodnou vydat se vstříc nabídce svých akcií na veřejném trhu prostřednictvím primární emise.

# 1. Initial Public Offering (IPO)

Initial Public Offering neboli IPO je anglické označení pro první veřejnou nabídku cenných papírů, nejčastěji akcií, tedy proces, během kterého akciová společnost vstupuje na kapitálový, potažmo burzovní trh a stává se tak veřejně obchodovatelnou. Díky tomuto ucelenému procesu, kdy dochází k nabídce akcií především institucionálním investorům<sup>1</sup> či přímo individuálním investorům a držitelům investičních portfolií, získává do té doby ryze soukromá obchodní korporace určitý veřejný, resp. společný aspekt.<sup>2</sup>

Abychom mohli získat komplexní přehled o veřejné nabídce akcií, jednotlivých jejích fázích, aspektů a dopadů, které má na jednotlivé akciové společnosti, jež se pro ni rozhodnou, a zaměřit se následně na konkrétní právní instituty, je na začátku nezbytné zavést a ve zkratce vysvětlit pojmy *kapitálový trh*, *akcie* a podívat se společně na původ, vývoj a *současnou legislativu* vztahující se k prvotní veřejné nabídce.

## 1. 1. Kapitálový trh a akcie

### 1. 1. 1. Kapitálový trh

Dle obecné ekonomické teorie lze popsat jakýkoliv trh jako alokační systém zajišťující, že nabídka prodávajících a poptávka kupujících se setkají, aby mohlo dojít

---

<sup>1</sup> Dle ustanovení § 5 odst. 2 zákona č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, v platném znění, se jedná o banky provádějící obchody na vlastní účet (...), investiční společnosti a fondy, penzijní fondy a pojišťovny či obdobné zahraniční subjekty oprávněné podnikat ve stejných oborech na území České republiky.

<sup>2</sup> Častěji se lze setkat s anglicky používaným obratem „*private company going public*“, což by bylo možné přeložit v tom duchu, že se ze soukromé společnosti stává společnost veřejná. Veřejný aspekt se pak v těchto společnostech projevuje především větším rozsahem požadavků (zejména v oblasti informování o své ekonomické situaci a svých aktivitách), jež musí emitenti splňovat, aby mohly být jejich akcie obchodovány na kapitálovém trhu. Tento pojem však rozhodně nelze zaměňovat s veřejnou obchodní společností dle českého právního řádu.

ke směně zboží, služeb či zdrojů<sup>3</sup>. Pro téma této práce je stěžejním trhem trh kapitálový, jenž je podmnožinou trhu finančního, a přestože existuje velké množství ekonomických definic finančního, potažmo kapitálového trhu, z hlediska právní vědy bychom hledali jejich přesné vymezení jenom velmi složitě.

Zpravidla je finanční trh v odborné literatuře definován jako ucelený systém jednotlivých institucí a nástrojů, jež zabezpečují soustředování, rozmístování a redistribuci dočasně volných finančních prostředků (aktiv) prostřednictvím tržního principu<sup>4</sup>. Toto vymezení, ze kterého se dále odvíjí právní úprava kapitálového trhu a jednotlivých institutů vztahujících se k IPO, budu považovat pro účely této práce za výchozí.

*Kapitálový trh* je od ostatních finančních trhů specifickým dobou splatnosti na něm obchodovaných instrumentů<sup>5</sup>. Zatímco například na peněžním trhu se nachází instrumenty s krátkou dobou splatnosti, povětšinou nepřesahující jeden rok, na kapitálovém trhu je běžně obchodováno s nástroji o střednědobé až dlouhodobé splatnosti<sup>6</sup>. To je jeden z důvodů, proč investoři, tedy poptávající, vstupují na kapitálový trh, neboť jsou motivováni možností vyššího zisku (potažmo většího objemu získaných finančních aktiv – z pohledu společností, nabízejících) než na jiných trzích.

Pro co nejpřesnější právní definici finančního systému jako takového je nezbytné mít na paměti, že se jedná o provázaný celek *vztahů, nástrojů a institucí*, které fungování celého trhu zajišťují. Můžeme konstatovat, že stěžejní úlohou práva je regulace a stanovení konkrétních práv a povinností, proto tedy musíme nahlížet na

---

<sup>3</sup> Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 294.

<sup>4</sup> Zde tržní princip ve smyslu střetu nabídky a poptávky, kdy je cena těchto aktiv ovlivňována těmito základními ekonomickými ukazateli. Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 487.

<sup>5</sup> Nejčastějšími instrumenty pro obchodování na kapitálovém trhu jsou střednědobé a dlouhodobé dluhové a majetkové cenné papíry (zejména akcie a podílové listy) a deriváty na tyto investiční nástroje. Srov. ustanovení § 3 odst. 1 a 2 ZPKT.

<sup>6</sup> Přesné časové rozpětí nelze určit, vymezení je možné pouze negativně, tj. instrumenty se splatností více než jeden rok, popřípadě s žádným termínem splatnosti.

právní úpravu kapitálového trhu jako na regulaci jednotlivých nástrojů kapitálového trhu, jeho subjektů a jejich postavení na něm, pravidel obchodování, ochrany investorů a v neposlední řadě také určení režimu dohledu nad trhem samotným a jeho účastníky.<sup>7</sup>

Právní úprava kapitálového trhu v České republice je roztržena do několika zákonů, které jsou velmi často transpozicemi evropských směrnic a nařízení, čemuž se budu dále v práci věnovat. Stěžejním právním předpisem regulujícím kapitálový trh je v českém právním řádu zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu a jeho prováděcí vyhlášky. Nalezneme v něm poměrně ucelenou úpravu fungování kapitálového trhu – základní definice investičních služeb, jejich poskytovatelů, práv a povinností účastníků trhu, vymezení a pravomoci dozorových institucí a orgánů dohlížejících nad fungováním trhu a, pro naši potřebu především, ustanovení zabývající se veřejnou nabídkou investičních služeb a přijímání jednotlivých investičních a nabízených instrumentů k obchodování na trhu.

Dalšími důležitými předpisy, které by rozhodně neměly zůstat opomenuty, jsou zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů, zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance či zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu. Mezi právní dokumenty, které přímo neupravují prvotní veřejnou nabídku akcií, avšak úzce souvisejí ať už s konkrétními subjekty nebo s jednotlivými fázemi v rámci procesu IPO, patří také občanský zákoník<sup>8</sup> a zákon o obchodních korporacích<sup>9</sup>. Další případnou podrobnější úpravu nalezneme v souvisejících vyhláškách<sup>10</sup>. Přesto, jak již bylo výše uvedeno, rozhodná úprava je i nadále obsažena v právních předpisech Evropské unie.

---

<sup>7</sup> Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 492.

<sup>8</sup> Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>9</sup> Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů.

<sup>10</sup> Například je možné uvést vyhlášky č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení, vyhlášku č. 236/2008 Sb., o informačních povinnostech organizátora regulovaného trhu a provozovatele mnohostranného obchodního systému, a rovněž vyhlášku č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci.

Kapitálový trh dělíme na *primární* a *sekundární*, kdy na primárním dochází k obchodování s konkrétním aktivem poprvé<sup>11</sup>, proto nás tento trh bude nejvíce zajímat v souvislosti s prvotní veřejnou nabídkou akcií. Na sekundárním trhu se poté obchoduje s již emitovanými cennými papíry mezi investory<sup>12</sup>.

### 1. 1. 2. Akciová společnost

Akciová společnost je ryzím příkladem kapitálové společnosti, kdy je její základní kapitál rozdělen mezi emitované akcie<sup>13</sup>, jež mají svou nominální hodnotu představující absolutní výši podílu na základním kapitálu, pomocí které je určen rozsah účasti akcionáře na této společnosti. Důležité pro účely této práce je rozdělení akciových společností na *ryze soukromé* (někdy také *uzavřené*) a *veřejně obchodovatelné*<sup>14</sup> – zajímavé je, že v zásadě oba typy společností mohou podnikat ve stejném oboru a mít srovnatelný podíl na trhu. Přesto existují mezi fungováním těchto společností zásadní rozdíly. Z těch hlavních jmenujme například množství volného kapitálu, s nímž disponují, flexibilitu rozhodování, rozličné informační povinnosti vůči veřejnosti a celkově rozsah nároků, jež na ně právní řád spolu s regulatorními orgány kladou.<sup>15</sup>

### 1. 1. 3. Akcie jako aktivum IPO

Definici samotné akcie nalezneme v ustanovení § 256 odst. 1. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech, neboli zákon o obchodních korporacích, v platném znění (dále jen ZOK):

---

<sup>11</sup> Nově emitované cenné papíry získávají své první majitele, stanovuje se jejich emisní kurz. Jedná se o důsledek proběhnuvšího procesu IPO.

<sup>12</sup> Vlastníci cenných papírů, zájemci o ně a jejich vzájemná směna probíhá standardně na burzovním trhu.

<sup>13</sup> Srov. ustanovení § 243 odst. 1 ZOK.

<sup>14</sup> Akcie uzavřených či neveřejných akciových společností nejsou obchodovány na žádném z veřejných trhů.

<sup>15</sup> Srov. ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1, s. 421.

*“Akcie je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.”*

Jedná se tedy o cenný papír<sup>16</sup>, kdy v teorii hovoříme o inkorporaci subjektivního práva do hmotného substrátu (listiny). Ve skupině cenných papírů akcie řadíme mezi účastnické a majetkové<sup>17</sup> cenné papíry, tedy cenné papíry, do kterých je vtěleno právo na určitou část majetku emitenta (společnosti) – u akcií se jedná především o právo na dividendu a na účast na řízení společnosti.

Ať už během procesu prvotní veřejné nabídky, emise či dále v rámci sekundárního obchodování hrají akcie klíčovou roli, neboť jsou právě akcie tím aktivem, jež je nabízeno a poptáváno na burzovním, respektive kapitálovém trhu a za jehož vydání (převedení vlastnického práva k němu) získává emitent kapitál a následně jednotliví investoři při spekulaci s akciemi vykazují zisk či ztrátu.

## **1. 2. Vymezení pojmu IPO**

Výrazů, názvů a definic IPO, zkratky anglického *Initial Public Offering*, najdeme velké množství. Vezmeme-li to systematicky a nahlédneme-li do zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále jen ZPKT), konkrétně do ustanovení § 34 odst. 1, nalezneme definici, která v sobě odráží překlad anglického pojmu, tedy ve zkratce, že se jedná o *veřejnou nabídku investičních cenných papírů*.<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Ustanovení § 514 a násl. zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník definuje cenný papír jako listinu, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že po vydání nelze bez této listiny právo uplatnit ani převést.

<sup>17</sup> Opakem majetkových cenných papírů jsou cenné papíry úvěrové (někdy také dluhové) – nejčastěji dluhopisy, které představují dluh emitenta vůči vlastníkově cenného papíru.

<sup>18</sup> „*Veřejnou nabídkou investičních cenných papírů (dále jen „veřejná nabídka“)* je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto

Avšak, dle mého názoru, bližší vysvětlení IPO nám může poskytnout definice dle *U. S. Securities and Exchange Commission* (SEC), regulátora amerického burzovního trhu, která IPO popisuje ve svých dokumentech jako:

*„(...) proces, kdy obchodní společnost poprvé nabízí veřejnosti k prodeji své akcie, čímž vstupuje na burzovní trh, a stává se veřejně obchodovatelnou (...)“<sup>19</sup>*

Rád bych zde zdůraznil slovo *veřejná*, neboť ona veřejnost, resp. veřejná obchodovatelnost, je klíčovým aspektem nejen právní úpravy, ale celého smyslu a účelu IPO. Vstupem společnosti a počátkem obchodování jejích akcií na trhu cenných papírů dochází k výrazným omezením a musí se podrobit pravidlům nejen pouze ekonomického, ale taktéž burzovního trhu. To vedle ostatního zahrnuje kupříkladu přísnější požadavky na podrobné informování veřejnosti<sup>20</sup> o své ekonomické situaci a činnosti, přísnější pravidla vnitřního uspořádání společnosti a mnohé další, o kterých ještě bude dále řeč.

V českém právním řádu se úprava veřejné nabídky vztahuje jak na majetkové cenné papíry (akcie<sup>21</sup>), tak na cenné papíry dluhové. Tato rigorózní práce se však převážně zabývá procesem IPO z pohledu akciové společnosti a tedy důraz je kladen na prvotní veřejnou nabídkou akcií. Zákonná ustanovení však platí obdobně i na veřejnou nabídku ostatních cenných papírů<sup>22</sup>. Na závěr je pro pořádek třeba uvést, že dovršením procesu IPO je pro akciovou společnost prodej akcií prvním investorům, tedy jejich *úpis*.

---

*investiční cenné papíry.*“ In: § 34 odst. 1 ZPKT. Podrobný výčet pojmu cenných papírů pro veřejnou nabídku lze následně nalézt v ustanovení § 34 odst. 2 ZPKT.

<sup>19</sup> U.S. Securities and Exchange Commission. *Initial Public Offerings (IPO)*. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 31. 5. 2013 [cit. 12. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>, autorský překlad.

<sup>20</sup> Toto je relevantní především pro investorskou veřejnost, tedy potenciální zájemce o akcie společnosti, avšak prakticky veškeré dokumenty tohoto informativního charakteru jsou veřejně dostupné pro kohokoliv, tedy i širokou veřejnost.

<sup>21</sup> Ustanovení § 3 odst. 2 písm. a) spolu s odkazem na ust. § 34 odst. 2 ZPKT.

<sup>22</sup> Ustanovení § 34 odst. 2 ZPKT.

Hlavní a nejčastějších motivací akciové společnosti, aby učinila IPO svých akcií a vstoupila na kapitálový trh, je získání kapitálu od investorů, potažmo veřejnosti. Pokud se společnost pro IPO rozhodne, jedná se o zásadní změnu v jejím fungování a je třeba důkladně zvážit spoustu faktorů – ekonomických i právních – a předem se pokusit co nejlépe identifikovat a analyzovat následné dopady a důsledky tohoto procesu.

### 1. 2. 1. Dělení IPO

Veřejnou nabídku akcií jako takovou lze rozdělit v závislosti na původu nabízených akcií na:

- 1) IPO primárních akcií, kdy dochází k úplně první emisi nových akcií na burzovní trh,
- 2) IPO sekundárních akcií, při němž jsou emitovány akcie, s kterými bylo doposud obchodováno pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů,
- 3) kombinované IPO, kdy je primární emise doplněna o sekundární akcie.<sup>23</sup>

Při emisi primárních akcií zvyšuje emitent přímo svůj základní kapitál, jelikož své akcie prodává investorům a zisk z prodeje je pro společnost zdrojem toliko žádaných financí. V případě vydávání sekundárních akcií dochází pouze k redistribuci (přeprodeji) již emitovaných akcií od investorů, kteří s nimi do té chvíle disponovali pouze na neveřejném trhu k investorům působícím na trhu veřejném. Během této emise nedochází ke zvýšení základního kapitálu společnosti, ani z ní sama společnost nemá jiné výnosy.

Náležitosti jednotlivých veřejných nabídek se liší také v případech, kdy je společnost již veřejně obchodovanou nebo teprve kompletní proces IPO musí

---

<sup>23</sup> MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251- 2620-2.



absolvovat. Pokud jsou akcie společnosti na veřejném trhu obchodovány, její kroky, například při dalším úpisu akcií, budou jiné než při prvotním vstupu na trh.<sup>24</sup>

V situaci, kdy společnost, jejíž akcie jsou již obchodovány na veřejném trhu, pouze zvyšuje svůj stávající kapitál, hovoříme o tzv. další emisi akcií, která bývá zejména v anglické literatuře označována jako „*Secondary Public Offering*“, nebo také „*Seasoned Equity Offering*“, popř. zkráceně *SEO*.<sup>25</sup>

Přestože se v této práci zaměřuji na emisi primární, rád bych se zde zamyslel nad rozdílem mezi IPO a SEO. Již byly naznačeny, a dále se jimi budu zabývat, vysoké nároky na transparentci a podřízení se komplexní zákonné úpravě při procesu prvotní veřejné nabídky. Co považuji, z hlediska *de lege lata*, za velký nedostatek současné legislativy je naprostá absence ustanovení a konkrétních pravidel týkajících se právě sekundární emise. Z logiky věci můžeme konstatovat, že jsou-li akcie emitenta již veřejně obchodovány, tedy emitent již prošel náročným procesem IPO, je z velké části jeho fungování, uveřejňované informace a další pod dohledem trhu i regulatorních orgánů, měla by nabídka a celý postup být v případě sekundární, doplňující emise podřízena výrazně méně povinnostem, nežli je tomu u IPO. Bohužel toto zatím současná legislativa vůbec nezohledňuje a lze říci, že oba procesy jsou z hlediska právní úpravy téměř totožné, což je dle mého názoru škoda, protože to může velkou část emitentů od SEO odradit a raději budou hledat alternativní zdroje financování k veřejné nabídce.

---

<sup>24</sup> Byla-li již akciová společnost přijata na veřejný trh, splňuje požadavky, které jsou zákonem i organizátorem trhu stanoveny a při svých dalších krocích není třeba, aby celým procesem znovu procházela.

<sup>25</sup> Definitions. In: IPO – Underpricing.com [online]. Aktualizováno 4. 7. 2015 [cit. 6. 1. 2017]. Dostupné z: [http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e\\_upbasics1definitionen.html](http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e_upbasics1definitionen.html).

### 1. 3. Geneze a vývoj prvotní nabídky akcií

První veřejně nabízené a obchodované akcie mají své kořeny již v období první římské republiky, tedy okolo roku 400 př. n. l. Kvaziobchodní společnosti, nazývané *publicani*, měly již v té době oddělené vedení a vlastnictví, kdy vlastníky byli majitelé akcií (*participes*), poměrně podle počtu těchto akcií, jež vlastnili a s nimiž také dále obchodovali.<sup>26</sup>

Důkazy o snahách financovat společnosti či spíše jejich konkrétní aktivity (ať už soukromého charakteru či veřejně prospěšné) prostřednictvím získávání kapitálu od širší veřejnosti výměnou za majetkový podíl máme i z období středověku. Významným zlomem pro novodobé IPO je ovšem nepopíratelně vznik Nizozemské Východoindické společnosti (*The Dutch East India Company*) na začátku 17. století, jejíž vlastníci se rozhodli získat kapitál pro své obchodní plavby do Indického oceánu vydáním akcií, které nabídli veřejnosti. Díky tomu se jim povedlo získat na tehdejší poměry obrovské množství finančních prostředků<sup>27</sup> pro svou zámořskou expanzi.<sup>28</sup>

Tradičním trhem a kolébkou IPO tak, jako ho známe dnes, je bezesporu americký trh. První veřejnou nabídku zde učinila *Bank of North America* již v roce 1783<sup>29</sup> a až do

---

<sup>26</sup> V období římské republiky došlo k nejvýraznějšímu rozdělení mezi *societas* a *societas publicanorum*. Je však zajímavé, že již v té době byly zavedeny pojmy *partes* a *participes*, které je možné přeložit jako akcie a akcionáři. Z dochovaných dokumentů také víme, že *partes* (akcie) byly převoditelné a běžně se s nimi obchodovalo – samozřejmě za tržní cenu. In: MALMENDIER, Ulrike. *Publicani*. In: [berkeley.edu](http://berkeley.edu) [online]. 30. 7. 2015 [cit. 2. 1. 2017].

Dostupné z: [http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani\\_Article\\_v5.pdf](http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani_Article_v5.pdf)

<sup>27</sup> Dle dostupných zdrojů se jednalo v přepočtu o více než 3 miliony dnešních amerických dolarů.

<sup>28</sup> Srov. Tiber Creek Corporation. *Origins of the IPO and the Dutch Trading Company*. In: [tcc5.com](http://tcc5.com) [online]. [cit. 3. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.tcc5.com/origins-of-the-IPO-and-the-dutch-trading-company.htm>

<sup>29</sup> Museum of American Finance. *America's First IPO*. In: [moaf.org](http://moaf.org) [online]. 5. 3. 2011 [cit. 3. 1. 2017]. Dostupné z: [http://www.moaf.org/exhibits/americas\\_first\\_ipo/index](http://www.moaf.org/exhibits/americas_first_ipo/index)

tzv. černého úterý na newyorské burze<sup>30</sup> (*New York Stock Exchange*) v roce 1929, bylo na území Spojených států provedeno větší množství IPO než kdekoliv jinde na světě.<sup>31</sup> Přesto k největšímu rozmachu IPO dochází od sedmdesátých let 20. století a postupně se z tohoto procesu stává standardní způsob pro společnosti, jak získat významnější objem kapitálu pro financování a rozvoj svých aktivit.

Hlavním důvodem pro takto výrazný rozvoj veřejné nabídky akcií jako zdroje financování se staly často velmi přísné podmínky a neúměrně vysoké standardy bank pro poskytování úvěrů. Tyto striktní požadavky a limity byly důsledkem velké hospodářské deprese ve třicátých letech a nestabilní poválečné ekonomiky. S problémy na úvěrové financování dosáhly tehdejší velké, kapitálově silné tradiční společnosti, natož nové firmy působící především na začínajících a rozvíjejících se trzích s elektronikou a výpočetní technikou. Nehledě na to, že i pokud společnosti banky nakonec přesvědčily a mohly úvěr získat, ztratily drahocenný čas v konkurenčním boji dokazováním své solventnosti.

Z tohoto důvodu začaly vznikat fondy s tzv. *venture kapitálem*<sup>32</sup>, popřípadě klasické investiční fondy, které se zaměřily právě na financování a podporu rychle rostoucích společností v nově vzniklých odvětvích a na nových segmentech celosvětového trhu. Bohužel nízký objem financí a často pouhá úzká specializace na konkrétní trh zásadně limitovaly jednak celkový objem získaného kapitálu, ale také následný progresivní vývoj společnosti.

---

<sup>30</sup> Neboli *Black Tuesday*, k němuž došlo dne 29. října 1929 na největším burzovním trhu ve Spojených státech jako reakce na značně liberální politiku a minimum kontrolních mechanismů na trhu, jež vedly k obrovskému nadhodnocení obchodovaných titulů. Ve chvíli kdy tato bublina praskla, přišli během jediného dne investoři o miliardy dolarů a krach na newyorské burze začal být označován jako začátek velké hospodářské deprese třicátých let. In: History. *Stock Market Crash of 1929*. In: [history.com](http://www.history.com) [online]. 8. 11. 2010 [cit. 3. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.history.com/topics/1929-stock-market-crash>

<sup>31</sup> Pro více viz DAVIS, Lance E. a GALLMAN, Robert E. *Evolving financial markets and international capital Flows: Britain, the Americas, and Australia 1865-1914*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001, 982 s. ISBN 0-521-55352-0.

<sup>32</sup> Takovýto fond vstoupil do vybraného podniku (prostřednictvím navýšení jeho základního kapitálu), čímž získal podíl, který byl zpravidla menšinový.

Všechny výše uvedené důvody přispěly k tomu, že společnosti se začaly čím dál tím více zaměřovat, obzvláště ve Spojených státech, na velmi rychlou expanzi se snahou o následné IPO (díky rychlé expanzi byla často valuace společností vysoce nad původními odhady), které pro ně znamenalo zásadní zvýšení kapitálu, potvrzení své pozice na trhu a stabilizaci růstu.

Nejvíce IPO (jednak z pohledu množství titulů, tak z pohledu objemu získaného kapitálu) bylo uskutečněno na přelomu tisíciletí a není náhodou, že velká spousta korporací, jež se rozhodly pro nabídku svých akcií, a vstup na kapitálový trh, patří mezi společnosti, jež mají aktivity na nových trzích z konce 20. století – namátkou zmíním například telekomunikační giganty *Deutsche Telekom* (1996), *China Mobile Limited* (1997), *AT&T Wireless Group* (2000), doručovatele zásilek *United Parcel Service* (1999) či německého výrobce elektroniky *Infineon* (2000).<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Všechny uvedené společnosti mají své akcie kótované na NYSE a jejich vstup na burzu patří mimo jiné k jednomu z nejúspěšnějších IPO v historii. In: Renaissance Capital. *All Time Largest US IPOs – TOP 25*. In: [renaissancecapital.com](http://renaissancecapital.com) [online]. 12. 12. 2014 [cit. 4. 1. 2016]. Dostupné z: <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/rankings/biggestus.aspx>

## 2. Právní úprava IPO z pohledu Evropské unie a českého práva

Před tím, než si podrobně rozebereme samotný proces prvotní veřejné nabídky akcií, je zapotřebí uvědomit si poměrně výrazné odlišnosti mezi právním systémem ve Spojených státech amerických, resp. ve Velké Británii a kontinentálním právním prostředím. Nejen z hlediska zákonů jako takových, ale také s akcentem i s přihlédnutím na jednotlivé burzovní a mimoburzovní trhy v daných lokalitách a z hlediska finanční a firemní historie, kultury. V neposlední řadě je tak potřebné učinit také s ohledem na finanční gramotnost, preference národů (investorů) a všeobecné vnímání vstupu obchodních společností na burzu, potažmo na kapitálový trh.

Jak již bylo zmíněno v úvodní části práce, tradice IPO, přestože má své kořeny na území Evropy, je nejsilnější ve Spojených státech, kde první ucelené zákony zabývající se veřejnou nabídkou akcií a společnostmi, které se pro tento krok rozhodly, vznikají již v první polovině 20. století. V této době neměly obchodní společnosti v Evropě tak velké ambice vstupovat na evropský burzovní trh<sup>34</sup>, značnou měrou k tomu přispěla hospodářská nestabilita způsobená zejména válečnými konflikty v první polovině století a následné rekongliace, což také vedlo ke značnému nedostatku solventních a důvěryhodných investorů. Nehledě na to, že evropské společnosti (potažmo investoři), jež měly zájem o to, aby jejich akcie byly veřejně obchodovatelné a potřebovaly získat dostatečný kapitál, se ve dvacátém století obracely na americký (burzovní i bankovní) trh. Nejen z tohoto důvodu je americký kapitálový trh jako takový mnohem rozsáhlejší, významnější a bezpochyby můžeme říci, že nejen díky tomu má i větší právní vyspělost.

Přestože byl vývoj v Evropě i v Severní Americe v mnoha aspektech značně odlišný, můžeme při porovnání jednotlivých právních úprav spatřit spoustu společných rysů pro všechny právní řády. Třeba však mít na paměti, obzvláště při pohledu na unijní či jednotlivé národní úpravy, že spousta ze základních principů pochází právě z angloamerického právního systému.

---

<sup>34</sup> V tomto kontextu je míněn jakýkoliv regulovaný trh na území Evropy.

## 2. 1. Obecné právní aspekty IPO

Každý právní systém má svou konkrétní právní úpravu, zákonné i podzákonné akty, které regulují fungování kapitálového trhu, jeho správu a dozor nad ním. V americkém, unijním, ani v žádném dalším národním právním řádu členského státu Evropské unie nenalezneme samostatný primární právní předpis, jenž by se věnoval pouze prvotní veřejné nabídce akcií. Její vymezení, průběh a náležitosti jsou vždy součástí několika průřezových zákonů, příslušných nařízení a vyhlášek, ať už vlády, jednotlivých ministerstev či přímo regulátorů trhu.

Po seznámení se se základními předpisy jednotlivých unijních právních řádů mohu konstatovat, že co se procesu IPO týká, je postup upraven v zásadě téměř totožně. Odlišnosti se pak uplatňují pouze v případech, kdy nejčastěji národní regulátor má různý rozsah pravomocí vůči společnostem, které vstupují na burzu<sup>35</sup> či samozřejmě korporacím, jejichž akcie jsou již obchodovány. Další příčinou odlišností v jednotlivých právních řádech jsou také konkrétní regulační nařízení od organizátorů jednotlivých burzovních trhů, kteří samu často vydávají nařízení a direktivy, jimiž korigují celý proces veřejné nabídky akcií na svém trhu.

Za velmi přínosný fakt považuji akcent, který je v evropské legislativě kladen na ochranu investorů a ochranu fungování unijního kapitálového trhu jako celku. To se promítá zejména v rozsahu povinně zveřejňovaných relevantních informací ze strany emitentů a také v podobě osobní odpovědnosti za jejich pravdivost. Neméně důležitou funkci má rovněž národní regulátor každého trhu, který dohlíží na stabilitu trhu a zastává i funkci určité pojistky a zpětné vazby pro investory zajímající se o daný trh. Jeho hlavním úkolem je vždy kontrola obchodování na trhu a prověřování subjektů, kteří mají zájem na něj vstoupit. Kontrola regulačních orgánů je dle mého důkladná a

---

<sup>35</sup> Porovnáme-li jednotlivé úpravy, nejvýraznější pravomoci má bezesporu americká SEC anebo, na federální úrovni, FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), jež vydávají samostatné akty, jimiž se musí řídit všechny burzovní trhy. SEC pak sama vydává licence pro IPO, dohlíží nad povinným zveřejňováním informací emitenty a další.

probíhá postupně ve všech fázích procesu IPO, obchodování a fungování trhu. S regulatorními předpisy se proto emitenti na unijní i národní úrovni setkávají v pre-realizační i post-realizační fázi celého procesu.

Dovolím si zde znovu zdůraznit, že vzhledem k větší vyspělosti systému a objemu aktiv na americkém kapitálovém trhu, jsou i regulace na něm často mnohem přísnější než na trzích v Evropské unii. Většina mnou oslovených investorů, aktivních na amerických i evropských trzích, se shodla, že obecně o amerických IPO a společnostech, jejichž akcie jsou kótované na amerických kapitálových trzích, mají mnohem lepší informace a, mimo jiné, i díky tomu jsou schopni lépe na trhu operovat a mají o něm větší přehled. Z pohledu investora nelze tedy jinak než tuto poměrně přísnou a komplexní právní úpravu ocenit. Nesmíme však také zapomínat na odlišnosti jednotlivých kultur, kdy evropští investoři jsou velmi často skeptičtí, především k novým společnostem a novým odvětvím, zatímco američtí tyto často vyhledávají – a vice versa.

Přestože základní právní rámec je pro IPO velmi podobný na burzách v New Yorku, ve Vídni i v Praze, je pro každou společnost klíčové, který trh si pro svou první nabídku akcií zvolí, protože průběh, rizika i množství získaného kapitálu z IPO může být na každém z trhů zcela odlišný.

## 2. 2. Unijní legislativní rámec

Jedním ze základních principů fungování Evropské unie je volný pohyb kapitálu. Volný pohyb kapitálu je čtvrtou *svobodou*, vedle volného pohybu zboží, osob a služeb, jednotného vnitřního trhu vymezeného v roce 1993 v rámci Maastrichtské smlouvy. I když v této smlouvě chybí přesné vymezení pojmu *pohyb kapitálu*, lze tento význam dovodit z ustálené judikatury Soudního dvora Evropské unie<sup>36</sup>, jedná se o:

- přímé zahraniční investice (*FDI – foreign direct investment*); transakce mezi investory a finančními institucemi v členských státech EU, mezi něž patří i získání podstatného vlivu či převzetí společnosti,
- nákup a investice do nemovitostí,
- nákup a prodej cenných papírů,
- poskytování půjček či úvěrů,
- jiné operace s finančními institucemi (včetně osobních finančních operací aj.)<sup>37</sup>.

Jednotný vnitřní trh představuje tak určitý otevřený prostor v rámci Evropské unie a je tedy v zájmu nejen Unie, ale i v zájmu jednotlivých členských států, aby pravidla pro investory i emitenty byla co nejvíce jednotná a především dostatečně přehledná. Proto nejen orgány EU pracují na tom, aby byly odstraněny všechny překážky bránící fungování jednotného trhu. Hlavním nástrojem je harmonizace právních předpisů dle osnov unijních aktů.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Za použití směrnice Rady 88/361/EHS. Přestože již došlo ke zrušení této směrnice, je dodnes používána pro výklad pojmu pohyb kapitálu.

<sup>37</sup> In: European Commission. *Free movement of capital*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 5. 1. 2017]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/finance/capital/overview\\_en.htm#what](http://ec.europa.eu/finance/capital/overview_en.htm#what)

<sup>38</sup> HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.



Prvním ze zásadních kroků ke sjednocení pravidel na společném finančním trhu bylo ustanovení odborné komise, do jejíhož čela byl v roce 2000, v rámci *Akčního plánu pro finanční služby*<sup>39</sup>, dosazen belgický bankéř, baron Alexandre Lamfalussy. Výsledkem působení komise byla tzv. *Lamfalussyho zpráva*, jež obsahovala návrhy reformních opatření k odstranění zásadních nedostatků pro fungování finančních trhů napříč členskými státy. Z této zprávy pak vzešel čtyřstupňový model procesu tvorby právních předpisů pro celý evropský finanční trh.<sup>40</sup>

V první fázi dochází, skrze řádný legislativní proces postupně Radou EU a Evropským parlamentem, k přijetí rámcových směrnic (*framework directives*), ve druhém stupni přichází na řadu prováděcí předpisy a během tohoto procesu Evropská komise úzce spolupracuje se specializovanými výbory a Evropským parlamentem.<sup>41</sup> Třetí úroveň je tvořena evropským nezávislým orgánem dohledu – ESMA (*European Securities and Markets Authority*), jehož hlavním úkolem je kontrolovat fungování a stabilitu finančního trhu v Evropské unii a posilovat harmonizaci unijní úpravy v jednotlivých členských státech, což realizuje prostřednictvím vydávání zpráv a návrhů konkrétních změn v rámci právních úprav. Přestože je možné se setkat s úvahami o tom, že ESMA je obdobou amerického SEC, musím toto přirovnání striktně odmítnout, zejména z toho důvodu, že ESMA je spíše dohledovým orgánem, jenž má na starost sledovat, jak fungují jednotlivé finanční trhy v unijních zemích a jak si celkově stojí finanční trh v EU, případně pak navrhopat doporučení a legislativní změny příslušným zákonodárným orgánům Unie a členských států. Komise pro cenné papíry a burzu ve Spojených státech (SEC) je orgánem dozorovým, jehož úkolem je neustálá kontrola trhu (incidentní i abstraktní) a zajištění dodržování federálních zákonů ve své působnosti,

---

<sup>39</sup> Financial Services Action Plan (FSAP).

<sup>40</sup> BRAUN, Judith Marion. *Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi*. In: Evropský Parlament [online]. 7/2008 [cit. 5. 1. 2017]. Dostupné z:

[http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm)

<sup>41</sup> FAULHAMEROVÁ, Jana a HERBOCZKOVÁ, Zdeňka. *Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem*. Obchodně právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů. Praha: C.H. Beck, 2010, č. 9. ISSN 1803-6554.

dozoru nad emitenty, investory, procedurálními náležitostmi a v neposlední řadě také kontrola jednotlivých obchodů a transakcí na kapitálovém trhu.

Výše uvedené můžeme nejlépe demonstrovat na praktickém příkladu, kdy v případě IPO na americkém kapitálovém trhu se většina formulářů, procesních dokumentů a oznámení podává nejen k organizátorovi daného trhu, ale zejména k SEC. Na druhou stranu při evropských emisích se emitent se stanovisky ESMA a zapojením tohoto úřadu do celého procesu prakticky vůbec neseťká.

Čtvrtá fáze procesu dle Lamfalussy zprávy se pak týká kontroly přijatých legislativních opatření v předcházejících fázích ze strany Komise. Nesrovnalosti či nedostatky se Komise následně snaží korigovat, popřípadě zcela odstranit.

### 2. 2. 1. Lamfalussyho směrnice

V souvislosti se vznikem Lamfalussyho procesu (čtyřstupňové struktury) byly ihned vzápětí přijaty čtyři základní směrnice, též označovány jako *Lamfalussyho směrnice (Lamfalussy Directives)*, které jsou určitým výchozím bodem pro veškeré další harmonizační legislativní akty v oblasti finančních, respektive kapitálových trhů. Jsou to:<sup>42</sup>

– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS

*(Directive on Markets in Financial Instruments, dále jen MiFID I)*

– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

*(Market Abuse Directive)*

---

<sup>42</sup> In: European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 6. 1. 2017]. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES

*(Prospectus Directive)*

– Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES

*(Transparency Directive)*

### **MiFID I**

První směrnice, nejčastěji označována zkratkou MiFID (I), nahrazuje směrnici Rady 93/22/EHS, taktéž směrnice o investičních službách (*ISD – Investment Services Directive*) a jedná se o základní směrnici akčního plánu pro finanční služby, jež stanovuje všeobecnou právní úpravu vztahující se na investiční služby a finanční trhy v Evropské unii. Tato opatření si kladla za cíl zlepšit organizaci a usnadnit samotné působení (obchodování) investičních společností se sídlem v různých členských státech na společném evropském trhu, a tím upevnit a zlepšit evropskou ekonomiku.<sup>43</sup> Díky komplexnímu souboru pravidel dochází se zavedením MiFID I do praxe k výrazně větší ochraně investorů, především těch menších (jednotlivců a drobných fondů), a jejich vztahů s investičními společnostmi, jež naopak mohou nabízet a poskytovat své služby na území všech členských států Evropské unie bez potřeby žádat o povolení národního regulátora v každém státě zvlášť. Dále je směrnice rozvedena prováděcími právními akty, zvláště nařízením Komise č. 1287/2006<sup>44</sup> a směrnicí Komise 2006/73/ES<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> In: European Commission. *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Frequently Asked Questions*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 22. 10. 2015 [cit. 6. 1. 2017]. Dostupné z: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-07-439\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm?locale=en)

<sup>44</sup> Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

Asi největší důraz je kladen na transparentnost a logicky i na sjednocení procesů jednotlivých obchodů s finančními nástroji na území celé EU. Také z tohoto důvodu dochází ve směrnici ke zvýšení požadavků na zveřejňování, přístup a pravdivost poskytovaných informací – a to jednak investičními společnostmi, ale také emitenty a dalšími subjekty působícími na kapitálovém trhu. Dle jednotlivých ustanovení směrnice se pro poskytovatele investičních služeb zavádí velké množství informačních povinností nejen o svých produktech a službách, ale, a to pro menší investory považují za velmi důležité, i o stavu a možných rizicích konkrétního trhu, o systému prováděných operací, poplatcích a spousty dalších. Dovolím si tvrdit, že tato směrnice z roku 2004 je svým způsobem určitým kodexem ochrany spotřebitele na poli investičních služeb.

### **MiFID II a MiFIR**

V roce 2004 byl tedy formulován základní legislativní rámec pro kapitálové trhy a investice v rámci Evropské unie s nepopíratelnými přínosy nejen pro trh samotný, ale zejména pro investory. Již koncem roku 2011 byl však Evropskou komisí schválen návrh revize této směrnice spolu s návrhem na vydání nařízení o trzích finančních nástrojů.<sup>46</sup> Po více než dva roky trvajících debat a připomínkách ze strany institucionálních investorů, bank i regulátorů jednotlivých trhů, včetně dohledového orgánu ESMA, nakonec prošel úspěšně návrh s množstvím dílčích změn a došlo k vydání dvou aktů, v praxi nejčastěji označovaných jako MiFID II a MiFIR:

- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU  
*(dále jen MiFID II)*

---

<sup>45</sup> Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice

<sup>46</sup> European Securities and Markets Authority: MIFID (II) AND MIFIR [online]. Aktualizováno 19. 12. 2016 [cit. 6. 1. 2017]. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>.

- Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení č. 648/2012 (*dále jen MiFIR*)

Tyto legislativní změny nám poskytují jasnou představu o důležitosti harmonizace legislativy obchodování na kapitálovém trhu napříč členskými státy Unie. Zatímco v rámci Lamfalussyho procesu došlo především k vydávání směrnic a pouze dílčích nařízeních, v případě nové úpravy nejsou všechny změny zaneseny do revidované směrnice, ale právě naopak značná část změn je promítnuta do MiFIR. Jedním z důvodů je zřejmě i argument jednotlivých regulátorů, že právě nekonzistentní úprava v určitých otázkách, můžeme říci nejednotná a roztříštěná transpozice MiFID a dalších unijních předpisů, mohla přispět k propuknutí finanční krize v letech 2007 až 2011. Přestože osobně vítám komplexnější harmonizaci prostřednictvím MiFIR, což jistě ocení také menší investoři, vyvaroval bych se v tomto případě spojování ekonomické recese s nedostatečnou implementací evropského práva do národních legislativ.

Co se týká potřeby revize stávající MiFID, lze ji bezpochyby označit za žádoucí. Za posledních 10 let došlo ke vzniku množství transakčních platforem, produktů a poskytovatelů služeb, jejichž aktivity se vyhýbali či nespádali pod regulační rámec MiFID I a bylo tak potřeba rozšířit rozsah právní úpravy s cílem zajistit a posílit ochranu investorů a zajistit stabilitu celého finančního sektoru.<sup>47</sup>

Není tajemstvím, že je na evropských finančních trzích v současné době prováděno množství transakcí, zejména s investičními nástroji, na organizovaných, avšak na neregulovaných trzích.<sup>48</sup> Snahou Evropské unie, prostřednictvím MiFID II, je zařadit všechny tyto trhy do systému *evropských regulovaných trhů*, přestože regulace a

---

<sup>47</sup> MIKULKA, Ondřej. *MiFID II: Co přinese update směrnice o trzích finančních nástrojů?* In: Patria.cz [online]. 19. 5. 2014 [cit. 7. 1. 2017]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/pravo/2637103/mifid-ii-co-prinese-update-smernice-o-trzich-financnich-nastroju.html>.

<sup>48</sup> Jedná se především o obchodníky s cennými papíry a různé, nejčastěji online, platformy (tzv. formou *over the counter – OTC*).

regulatorní požadavky budou v jejich oblasti nižší, než jsou kladeny například na velké obchodníky a zavedené platformy, zejména tedy na standardní burzovní trhy.

Revize MiFID II, spolu s vydáním MiFIR, se zabývá spoustou aspektů a poměrně velká část se věnuje i produktům nabízeným ze strany zprostředkovatelů obchodů investičních nástrojů nebo například také vysokofrekvenčnímu obchodování (*high-frequency trading*), jež se v posledních letech na trzích objevuje čím dál, tím častěji a mnohým dalším aspektům souvisejícím s unijním kapitálovým trhem. Důraz je také znovu v případě MiFID II kladen na posílení ochrany investorů.

Většina těchto změn se však týká pasáží, které nebudou pro pochopení první veřejné nabídky akcií v kontextu evropského a českého práva relevantní.

### **Market Abuse Directive**

Jak vyplývá z názvu směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, jejím hlavním cílem je zabránit zneužívání trhu, jeho manipulaci a eliminovat především tzv. *insider trading*, tedy obchodování s cennými papíry osobou či osobami, které mají neveřejné informace o dané společnosti.<sup>49</sup> Jelikož však účel směrnice dopadá až na cenné papíry, s kterými je již obchodováno a nikoliv přímo na IPO, nebude pro účely této práce významná.

### **Prospectus Directive**

Naopak směrnice o prospektu (*Prospectus Directive*), později rozšířena v rámci druhé fáze Lamfalussyho procesu především nařízením Komise č. 809/2004<sup>50</sup>, je pro prvotní veřejnou nabídku akcií naprosto klíčová. Prospekt cenného papíru je stěžejní dokument, jenž musí být vždy vytvořen a uveřejněn<sup>51</sup> při každé emisi cenných papírů (v našem případě zejména akcií) na regulovaném trhu, tedy nikoliv pouze při IPO. Z této

---

<sup>49</sup> In: European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 9. 1. 2017]. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

<sup>50</sup> Nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů.

<sup>51</sup> Viz kupříkladu ustanovení § 35 odst. 1 ZPKT.

povinnosti samozřejmě existují výjimky, ty se však vztahují zejména na případy menších společností a jejich emisí – v těchto případech ale nemůže být řeč o běžném IPO, i když jsou určité znaky veřejné nabídky splněny. Jednotlivá ustanovení směrnice upřesňují konkrétní podmínky zveřejnění a rámcové náležitosti prospektu, což jsou především veškeré informace, které jsou v takové míře konkrétní a srozumitelné pro investory, aby byli s to činit kvalifikovaná rozhodnutí o cenných papírech emitenta.

Jedná se tedy především o:

- jeho finanční situaci,
- informace o trhu, na kterém podniká,
- ekonomické ukazatele zisku a ztráty a další.<sup>52</sup>

Účelem těchto ustanovení je, aby byl investor schopen činit své investiční transakce s co nejvyšším povědomím o emitentovi a jeho obchodovaných cenných papírech. Prospekt nesmí být zavádějící, nepřesný, ani obsahovat rozporné pasáže. Na konkrétní zákonné požadavky na prospekt se zaměříme v následujících částech této práce.

Nově je také specifikován požadavek na *shrnutí prospektu*, tedy určitý abstrakt, anotaci celého prospektu. Obsahem by mělo být vytyčení nejpodstatnějších informací, jež jsou v prospektu zmíněny, charakteristika emitentova trhu, rizika spojená s aktivitami emitenta a s investicí do jím veřejně nabízených cenných papírů. Jako zásadní požadavek pro shrnutí prospektu vnímám fakt, že by měl být napsán bez ohledu na terminologii oboru, tedy tak, aby i investor, který se detailně neorientuje ve specifických výrazech oboru, v němž společnost působí, byl schopen pochopit základní charakter a nezbytná specifika podnikání a cenných papírů emitenta.

---

<sup>52</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

Prospekt lze vyhotovit jako *jednotný*, samostatný dokument, přesto směrnice o prospektu zavádí možnost i *tzv. trojdílného prospektu (složeného prospektu)*<sup>53</sup>, jenž se dělí na *registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu*.

Registrační dokument se skládá ze základních informací o společnosti, jež se chystá své cenné papíry emitovat, doklad o cenném papíru pak obsahuje stěžejní informace o konkrétním cenném papíru, který má být následně přijat k obchodování na trhu či jenž je veřejně nabízen.<sup>54</sup> O shrnutí prospektu bude rovněž řeč ještě dále.

Směrnice zároveň zavádí pro emitenty, jejichž cenné papíry byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu, povinnost uveřejňovat výroční zprávy týkající se jejich aktivit, odkazovat na svou účetní závěrku a taktéž musí obsahovat informace, které byly společností veřejně publikovány za posledních 12 měsíců.<sup>55</sup>

Velkým přínosem pro emitenty, obzvláště pak pro emitenty působící na menších trzích, je fakt, že směrnice jim poskytuje *jednotný evropský pas (single passport)*, což společně umožňuje hledat investory na všech evropských kapitálových trzích a výrazně snižuje transakční náklady spojené se snahou nalézt nejlépe dosažitelný kapitál (nejen) při veřejné nabídce.<sup>56</sup> K tomu se dále vážou náležitosti, jako například podmínka schválení prospektu orgánem dohledu, nikoliv však pouze dle území trhu, kde mají být cenné papíry kótovány, nýbrž také orgánem dohledu ve státě emitentova sídla či v jiném členském státu. Kromě toho se zavádí institut, jenž nazýváme *vzájemné uznávání (mutual recognition) prospektu* – prospekt schválený orgánem dohledu členského státu (například dle sídla emitenta) může být přímo publikovaný a použit v

---

<sup>53</sup> Toto bylo rovněž transponováno do ust. § 36 odst. 7 ZPKT, viz dále.

<sup>54</sup> Pro další srov. DĚDIČ, Jan. *Akciové společnosti*. 7. přepracované vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, xxv., 672 s. Beckova edice právo a hospodářství. ISBN 978-80-7400-404-9.

<sup>55</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

<sup>56</sup> In: European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015 [cit. 10. 1. 2017]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)



ostatních členských státech pro IPO. Výjimkou je pouze požadavek na jazyk, ve kterém je prospekt vyhotoven; pokud je tedy záměrem použít prospekt ve vícero členských státech, je potřeba jej vyhotovit v jednotlivých národních jazykových mutacích (popř. v angličtině, avšak příslušný národní regulátor může požadovat doplnění vyhotovení alespoň shrnutí prospektu v úředním jazyce členského státu).<sup>57</sup>

Lhůta pro schválení prospektu příslušným orgánem dohledu je v případě první veřejné nabídky stanovena na 20 pracovních dní<sup>58</sup>. Jakmile je prospekt schválen, musí být řádně publikován.<sup>59</sup> Forma publikace není předepsána, z praxe společností můžeme dovodit, že nejpopulárnější metodou je elektronická forma publikace prospektu, avšak stále je zachována možnost publikovat ve formě brožury či prostřednictvím sdělovacích médií – například prostřednictvím odborných časopisů či celostátních deníků.<sup>60</sup>

### **Transparency Directive**

Směrnice o transparentnosti (*Transparency Directive*) si klade za cíl posílit transparentnost kapitálových trhů Evropské unie a tím dosáhnout vyšší ochrany investorů. Hlavním nástrojem této snahy je povinnost emitentů pravidelně zveřejňovat zprávy o svém finančním stavu a o své situaci na trhu prostřednictvím publikování výročních zpráv, včetně uvádění osob, jež za tyto informace odpovídají, informací o majoritních akcionářích a dalších.<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> Nařízení Komise (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů.

<sup>58</sup> Tato lhůta může být dále prodloužena v případě, že chybí některé náležitosti žádosti.

<sup>59</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

<sup>60</sup> Historicky se jednalo velmi často o celostátní deníky, kdy velké společnosti lákaly a pobízely i drobné investory, aby si v rámci veřejné nabídky pořídili podíl ve společnosti prostřednictvím koupě nabízených akcií.

<sup>61</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

Ve spojitosti se směrnicí o transparentnosti je třeba také zmínit směrnici Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny, jež obsahuje jednotlivé podmínky vstupu emitentů na regulované trhy Evropské unie a zároveň stanovuje rozsah informačních povinností, jež musí akciové společnosti, s jejichž cennými papíry má být obchodováno na evropských trzích, splnit.

Velmi důležitým úkolem a nelehkým cílem při tvorbě směrnice bylo najít rovnováhu mezi množstvím informací, jež mají být pravidelně publikovány, za účelem ochrany investorů i trhu a mírou náročnosti pro emitenty tyto informace zveřejnit.<sup>62</sup> Pro správné fungování všech evropských kapitálových trhů je nezbytné, aby rozsah povinně zveřejňovaných informací v zájmu ochrany investorů neodradil emitenta vstoupit na určitý trh či ho povinnost transparence nadměrně nezatěžovala. Tyto požadavky se týkají samozřejmě také emitentů ze třetích zemí, jejichž cenné papíry jsou či mají být obchodovány na kterémkoli kapitálovém trhu v Evropské unii. Obávám se však, že z pohledu potenciálních emitentů jsou povinnosti transparence až příliš přísné a velmi často je právě administrativní náročnost jedním z hlavních důvodů, proč společnosti hledají finanční prostředky jinde než na kapitálovém trhu. Na druhou stranu je naprosto pochopitelná unijní snaha ochránit investory a poskytnout jim veškeré informace před tím, než se rozhodnou pro koupi investičního nástroje. Jsem však toho názoru, že i investor by měl být svým způsobem částečně profesionál, alespoň základně se orientovat v odvětví emitenta (chce-li do jeho aktivit investovat své prostředky) a znát prostřední trhu. Dnešní požadavky na informační povinnosti vnímám spíše jako snahu ochránit a absolutně informovat tak, aby byl chráněn i (investor) naprostý laik, bohužel je, dle mého názoru, existence této přehnané ochrany na úkor množství prováděných emisí a IPO na evropských regulovaných trzích.

Směrnice o přijetí cenných papírů v zásadě přijímá a sjednocuje úpravu z několika směrnic, konkrétně ze směrnice Rady č. 79/279/EHS o koordinaci podmínek pro přijetí

---

<sup>62</sup> Důležitým aspektem zveřejňování nezbytných informací je také určitá ochrana před konkurenčními subjekty v daném oboru. Cílem regulace tedy bylo najít co nejlepší rovnováhu mezi ochranou investorů a ochranou akciové společnosti samotné.

cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů, dále ze směrnice Rady č. 80/390/EHS o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektů cenných papírů, které mají být zveřejněny pro přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů, směrnice Rady č. 82/121/EHS o informacích, které mají pravidelně uveřejňovat společnosti, jejichž akcie byly přijaty ke kótování na burze cenných papírů a také ze směrnice Rady č. 88/627/EHS týkající se informací, které mají být zveřejněny, je-li získán nebo odprodán většinový podíl v zapsané společnosti.

Všechny výše uvedené směrnice tvoří naprostý základ právní úpravy v oblasti kapitálových trhů a týkají se všech cenných papírů, které jsou obchodovány na evropských regulovaných trzích a emitentů, kteří mají zájem o to, aby jejich akcie byly na těchto trzích kótované. Jednotlivé členské státy mohou stanovit určitá další, dílčí kritéria, jež musí emitenti splňovat, avšak tato nesmí být vůči ostatním účastníkům na trhu diskriminační. Ve vztahu k povinnému zveřejňování informací emitentem je vytyčen důležitý požadavek na pravidelnost zveřejňování, tj. investoři musí dostávat informace o společnosti (její situaci, změnách či případných dalších náležitostech) a cenných papírech průběžně, nikoliv pouze během procesu nabídky a upisování cenných papírů společnosti.<sup>63</sup>

Závěrem lze u evropské legislativy shrnout pouze to, co bylo již výše uvedeno, tedy že snahou Evropské unie v oblasti kapitálových trhů je co největší harmonizace, především prostřednictvím jmenovaných směrnic, avšak vzhledem k neustálému vývoji a častým ekonomickým výkyvům v posledních letech je velmi obtížné formulovat konkrétní dlouhodobé principy unijní úpravy evropských kapitálových trhů. Můžeme však říci, že i díky současné unijní úpravě a přijetí důležitých revizí (MiFID II a MiFIR) je zajištěna zvýšená ochrana věřitelů a značně usnadněné obchodování na evropských trzích – pro emitenty i pro investory.

---

<sup>63</sup> *Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities.* In: [europa.eu](http://europa.eu) [online] 4. 8. 2005 [cit. 11. 1. 2017] Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/124032\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/124032_en.htm)

V následující části se blíže zaměřím na promítnutí obsahu směrnic do českého právního řádu, současný vývoj a vyplývající závazky z evropského práva.

### 2. 3. Právní rámec IPO v České republice

Již jsem se věnoval všeobecnému záměru Evropské unie důsledně harmonizovat právní předpisy v oblasti kapitálových trhů, do které taktéž spadá prvotní veřejná nabídka cenných papírů. Česká republika je z titulu členského státu Unie povinna implementovat obsah směrnic do národních předpisů a pomáhat tím k fungování jednotného evropského trhu. Díky tomu i český kapitálový trh lze, z hlediska zákonných nároků (nikoliv z hlediska objemu či prestiže), postavit na roveň jiným evropským trhům.

Předpisy v českém právním řádu, které více či méně obsahují úpravu relevantní pro první veřejnou nabídku, jsou následující:

- zákon č. 256/2004 Sb., *o podnikání na kapitálovém trhu*, ve znění pozdějších předpisů (*ZPKT*)
- zákon č. 15/1998 Sb., *o dohledu v oblasti kapitálového trhu*, ve znění pozdějších předpisů (*DOKT*)
- zákon č. 89/2012 Sb., *občanský zákoník*, ve znění pozdějších předpisů<sup>64</sup> (*OZ*)
- zákon č. 90/2012 Sb., *o obchodních společnostech a družstev* (o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů (*ZOK*)
- zákon č. 6/1993 Sb., *o České národní bance*, ve znění pozdějších předpisů (*zákon o ČNB*)

---

<sup>64</sup> Občanský zákoník, účinný od 1. ledna 2014, v sobě obsahuje i úpravu týkající se cenných papírů, která byla dříve v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Tento zákon byl však s účinností rekodifikace občanského zákoníku zrušen.

Akcie, které mají být přijaty na regulovaný trh v České republice musí splňovat zejména podmínky stanovené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a burzovními pravidly.<sup>65</sup> Ostatní zákony jsou důležité jednak pro definici obecnějších pojmů (akciová společnost, cenné papíry) či objasnění konkrétních institutů, se kterými v průběhu procesu IPO přichází společnost do kontaktu. Stěžejní zákonná ustanovení pro prvotní veřejnou nabídku se nacházejí v části čtvrté, jde o ustanovení § 34–36m, ZPKT.

Co zákon definuje jako veřejnou nabídku investičních cenných papírů, v našem případě zejména akcií, nalezneme v ustanovení § 34 odst. 1 ZPKT:

*„Veřejnou nabídkou investičních cenných papírů (dále jen "veřejná nabídka") je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.“<sup>66</sup>*

Ustanovení § 35 a následujících ZPKT transponují evropskou směrnici o prospektu. Je v nich formulován především okruh subjektů, které mají povinnost prospekt uveřejnit, obsahové náležitosti prospektu, odpovědnost za obsah prospektu, proces schvalování prospektu, dále pak jazyk, možné formy uveřejnění prospektu a dodatek prospektu. Podrobnému rozboru prospektu dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu je věnována samostatná kapitola této práce.

V květnu 2016 došlo k novelizaci ZPKT, především v souvislosti s transpozicí MiFID II do národního právního řádu, ale jak bylo již výše zmíněno, změny se nedotýkají právní úpravy ve vztahu k IPO a jsou tak pro pochopení první veřejné nabídky cenných papírů v tuto chvíli nepodstatné.

---

<sup>65</sup> In: Burza cenných papírů Praha. *IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 12. 11. 2014 [cit. 11. 1. 2017]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

<sup>66</sup> Ustanovení § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění.

Veškeré další náležitosti vztahující se k IPO je potřeba hledat v průnicích ustanovení konkrétních zákonů, které byly zmíněny výše a samozřejmě neopomenout stěžejní úlohu evropské legislativy, zejména pak příslušných nařízení. V následující kapitole se podíváme na jednotlivé fáze prvotní veřejné nabídky akcií z pohledu českého právního řádu, což pomůže dotvořit celkový obraz o aplikaci právních předpisů v ČR během primární emise.

### **3. Třístupňová regulace IPO - současný vývoj a rozhodovací praxe**

Ještě než se pustíme do rozboru jednotlivých ustanovení právních norem a projdeme si celý proces prvotní veřejné nabídky krok za krokem z pohledu emitenta, je nezbytné seznámit se a stručně obecně shrnout třístupňovou regulaci, která komplexně dopadá na problematiku IPO. Regulační trojstupňový rámec dělím na tyto úrovně:

- 1) *evropská legislativa*
- 2) *národní legislativa*
- 3) *nároky organizovaného trhu*

#### **3. 1. Evropská legislativa**

Harmonizační snahy Evropské unie v oblasti kapitálových trhů, obchodování s investičními nástroji a ochrany investorů nám dokazují eminentní zájem členských států na fungování kapitálového trhu na území celé Evropy. Nejvýrazněji dopadá na oblast veřejných nabídek cenných papírů právě sekundární legislativa Evropské unie, ať už se jedná o vydávání směrnic, jež zcela zásadně ovlivňují národní normotvorbu a které se týkají především sjednocování pravidel pro organizaci, dozor i dohled nad kapitálovým trhem či o stanovování společných a přímo aplikovatelných závazných pravidel prostřednictvím svých nařízení.

Dovolím si tvrdit, že zákonodárci v jednotlivých členských státech mají díky regulaci na úrovni Evropské unie značně ulehčenou práci. Přestože jim ustanovení směrnic umožňují v rámci transpozice do svého právního řádu režim požadavků na emitenty pozměnit (čtete zpřísnit), prakticky žádný z členských států takto nečiní a lze konstatovat, že díky tomu je proces prvotní veřejné nabídky ve všech členských státech velmi podobný.

Z pohledu emitenta i investora, a zejména díky možnosti tzv. *passportingu*<sup>67</sup>, lze unifikaci napříč evropskými zeměmi v oblasti finančního trhu, zejména pak toho kapitálového, jediné ocenit, neboť jednotlivé trhy v členských státech považují za poměrně malé a transakční náklady jednotlivých IPO za dost vysoké na to, aby bylo potřeba, v případě zájmu emitenta o více trhů v rámci Evropské unie, přizpůsobovat celý proces konkrétním a odlišným požadavkům národní legislativy. Výsledkem poměrně uniformního procesu veřejné nabídky na jednotlivých trzích v členských státech je aktuální stav, kdy emitenti mohou nabídnout své cenné papíry na více trzích současně (za téměř stejné náklady), oslovit tím pádem více investorů a maximálně tak zvýšit šanci na úspěch (celkový objem) své emise.

Značný přínos spatřuji pak ovšem i pro samotné investory, kterým se na jejich vlastní kapitálový trh dostane touto cestou mnohem větší množství titulů, a mají tedy lepší možnost výběru, kam investují své finanční prostředky. Někteří by mohli namítat, že toto platí pouze pro malé kapitálové trhy, avšak já bych si v takovém případě dovolil oponovat, neboť z pluralitní nabídky titulů budou vždy profitovat investoři na všech trzích, bez ohledu na jejich velikost. Navíc, to nám sama ukázala praxe nejen u IPO českých společností, ale i při ostatních vícečetných kotacích v rámci evropského regionu za posledních deset let.

Výše uvedené potvrzuje také v současnosti probíhající debata na půdě Evropského parlamentu k navrhované novele upravující prospekt cenného papíru – tentokrát jsou však unijní zákonodárci rozhodnutí pro vydání *nařízení o prospektu*<sup>68</sup>, nikoliv směrnice, jenž bude přímo účinné v jednotlivých členských státech bez nutnosti transpozice do národního právního řádu, o konkrétním legislativním vývoji tohoto nařízení dále budu pojednávat v kapitole věnující se prospektu.

---

<sup>67</sup> Možnosti užít prospekt již schválený regulátorem jednoho členského státu v rámci IPO na trhu v jiném členském státě Evropské unie. Jindy označováno také jako jednotný evropský pas, a to nejen v souvislosti s prospektem, ale obecně v návaznosti na požadavek splnění určitých podmínek, které stačí prokázat pouze v jednom členském státě Unie.

<sup>68</sup> Rada Evropské unie: Interinstitucionální spis 2015/0268 (COD) ze dne 30. listopadu 2015 [Online]. 1. 12. 2015 [cit. 16. 1. 2017]. Dostupné z: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14890-2015-INIT/cs/pdf>.



Vzhledem k aktuálnímu vývoji lze bezesporu předpokládat, že význam a vliv evropského práva, přinejmenším v oblasti práva kapitálových trhů, bude mít rostoucí tendenci a přestože si myslím, že přílišná unifikace právních předpisů v rámci Evropské unie není vždy dobrou cestou, právní úprava v této oblasti je pro mne výjimkou, která potvrzuje pravidlo.

### 3. 2. Národní legislativa

Druhou úroveň, zásadně ovlivněnou prvním regulatorním stupněm, tvoří vnitrostátní právní řád. V souvislosti s primární emisí se nebavíme pouze o zákonech, ale neméně důležitými jsou také nařízení vlády<sup>69</sup> a rovněž vyhlášky České národní banky jakožto orgánu vykonávajícího dohled nad fungováním kapitálových trhů v České republice. Právě ČNB lze označit za jediný všeobecný regulatorní orgán na národní úrovni – tato její pozice je založena zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance (zákon o ČNB), konkrétně ustanovením § 2 odst. 2 písm. d) a e)<sup>70</sup>, která ČNB ukládají vykonávat dohled nad osobami působícími na finančním trhu a rozpoznávat, sledovat a posuzovat rizika ohrožení stability finančního systému a pečovat svými nástroji o stabilitu tohoto systému, do kterého kapitálový trh řadíme,

Podíváme-li se na současný vývoj legislativní situace ve vztahu k IPO na úrovni českého právního řádu, dojdeme k nepřekvapivému závěru, a to, že hlavní iniciativu na tomto poli postupně přebírá Evropská komise spolu s Evropským parlamentem, což je ostatně vidět i na nedávno vládou schválené novele zákona o podnikání na kapitálovém trhu, která by měla být v první polovině roku 2017 projednána<sup>71</sup>, kdy přestože zákon upravuje stěžejní vztahy v oblasti kapitálových trhů, veškerým institutům týkajících se

---

<sup>69</sup> Kupříkladu nařízení vlády č. 190/2011 Sb., kterým se stanoví limity některých částek v eurech, pokud jde o úpravu veřejné nabídky investičních cenných papírů, prospektu cenného papíru a informačních povinností emitenta některých investičních cenných papírů a dalších osob.

<sup>70</sup> Dále rovněž rozvedeno v ustanovení § 44 a násl. zákona o ČNB.

<sup>71</sup> Poslanecká sněmovna PČR: Sněmovní tisk 869, Novela z. o podnikání na kapitálovém trhu – EU [Online]. Stav ke dni 8. ledna 2017 [cit. 8. 1. 2017]. Dostupné a aktuální vývoj leg. procesu na: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=869>.

primární emise, se už jaksi vyhýbá a mlčky jejich regulaci přenechává evropským zákonodárcům.

### 3. 3. Nároky organizovaného trhu

Třetí regulatorní úroveň považují, z pohledu emitentů, za klíčovou, jelikož je to právě volba cílového trhu pro emisi svých akcií, která rozhoduje o úspěšnosti prvotní veřejné nabídky. Jedná se zejména o podmínky (ale také poplatky), které organizátor trhu může stanovit nad rámec závazné legislativy, pro přijetí akcií k obchodování na svém trhu. Tyto nároky mohou být natolik vágní, jako například *reputace společnosti* či naopak naprosto konkrétní – nejčastěji nejnižší požadovaný objem emise potřebný ke kotaci nebo minimální požadované množství veřejně nabízených akcií vzhledem k celkovému počtu již emitovaných akcií společnosti.

Organizátor trhu musí při stanovování vlastních pravidel ctít pouze zásadu rovnosti, umožnit přístup na svůj trh všem emitentům, kteří jím vytyčené podmínky splní, a to vše samozřejmě zároveň v souladu se zákonem. Takto nad rámec zákona stanovené podmínky musí emitent bezpodmínečně splnit, aby byly jeho cenné papíry přijaty k obchodování na konkrétním trhu. Organizátoři takto často činí s cílem vytvořit více trhů (označováno také jako tržní segmenty), jež se budou lišit minimálně svým renomé či spíše bonitou na nich obchodovaných titulů a díky tomu se pokusit nalákat na svůj trh co nejvíce investorů s co nejpestřejším portfoliem.<sup>72</sup>

Pro ověření hypotézy doporučuji věnovat pozornost případové studii, jež tvoří závěrečnou část této práce a ve které bude toto rozdělení demonstrováno na modelovém příkladu kapitálových trhů v regionu CEE, neboť každý z organizátorů provozuje několik tržních segmentů, které budou v rámci studie dále rozebrány.

---

<sup>72</sup> JEŽEK, Tomáš: *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu. Komise pro cenné papíry* [online]. Aktualizováno 2004 [cit. 16. 1. 2017]. 79 s, ISBN 80-239-2193-2. Dostupné z: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/NXT\\_KCP\\_IPO\\_final.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/NXT_KCP_IPO_final.pdf), s. 48.

### 3. 4. Rozhodovací praxe ve vztahu k primární emisi

Přestože jsou pravidla pro veřejnou nabídku akcií dle mého dostatečně jasně formulována evropskou i národní legislativou a dále navíc upřesněna regulátory a organizátory jednotlivých trhů, mohou v průběhu IPO nastat situace, které vyžadují autoritativní výklad.

Rozhodovací praxi, stejně jako obecnou normativní regulaci, lze rozdělit dle subjektů, jež závazná rozhodnutí upravující proces prvotní veřejné nabídky vydávají. V této části bych rád zdůraznil, že řeč bude pouze o rozhodnutí vztahujících se čistě k samotnému IPO, nikoliv k následnému obchodování s akciemi společnosti na kapitálovém trhu.<sup>73</sup>

Na evropské úrovni lze uvažovat o působnosti dvou stěžejních institucí – Soudního dvora Evropské unie (SDEU) a instituci ESMA. V případě SDEU se lze s rozhodováním dopadajícím na primární emisi akcií setkat jen velmi zřídka, pokud vůbec, a jeho činnost slouží spíše jako podpůrná pro ostatní orgány při interpretaci různých pojmů, které se váží k IPO.<sup>74</sup>

Druhým orgánem, jehož působení může přímo ovlivňovat potenciální emitenty, je bezpochyby ESMA, avšak této *quasiregulatorní* instituci není svěřena konkrétní rozhodovací pravomoc, a proto výstupy její činnosti jsou spíše toliko doporučeními, názory či zveřejněnými konzultacemi na jednotlivá témata, která se vztahují více k průběhu sekundárního obchodování, nežli k IPO. Lze konstatovat, že co se týká běžné praxe evropských orgánů, tak se snaží držet původního výkladu směrnic a nařízení upravujících prvotní veřejnou nabídku a další upřesnění ponechávají až na příslušných národních institucích.

---

<sup>73</sup> Četná jsou rozhodnutí soudních orgánů a jednotlivých regulátorů posuzující zejména neoprávněné obchodování na základě neveřejných informací (tzv. *insider trading*). V těchto případech pak často dochází k překrývání regulatorních předpisů a trestního práva.

<sup>74</sup> Pro srovnání například *MasterCard and Others v. Commission, Court Judgment of 11 September 2014*. Case number = C-382/12. Dostupné z: <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-382/12&language=en> [cit. 22. 5. 2017]

Činnost národních orgánů v souvislosti s primární emisí je již mnohem obsáhlejší. Přestože by do této oblasti mohly svými normativními akty zasahovat vláda i ministerstvo financí, přenechávají stěžejní pravomoc v oblasti úpravy fungování kapitálového trhu, na nějž veřejná nabídka cenných papírů bezpochyby patří, na národních regulátorech – v případě České republiky<sup>75</sup> – na České národní bance. Na tento fakt je nezbytné myslet v situacích, kdy se emitující společnost rozhodne pro kotaci na více evropských kapitálových trzích současně. Přestože mají regulátoři napříč Unii tendenci upravovat shodné otázky svou podzákonnou normotvorbou obdobně, je vždy potřeba ujistit se, zda je postoj regulátorů na daných trzích totožný či zda je potřeba svůj postup specificky korigovat ve vztahu ke konkrétnímu trhu.

Zaměříme-li se na činnost České národní banky, která upravuje zásadní otázky vyplývající v souvislosti s prvotní veřejnou nabídkou cenných papírů, lze rozdělit stěžejní výstupy na odpovědi, resp. *stanoviska jednotlivých útvarů ČNB* a *závazná rozhodnutí ČNB*, jakožto individuální právní akty.

Převládajícím obsahem otázek, ke kterým se odpovědi a stanoviska vyjadřují, je především snaha tazatelů získat dostatečně jasný názor ČNB na jednotlivé aspekty vyhotovení, uveřejnění či vůbec povinnosti vytvoření prospektu cenného papíru. Česká národní banka tak poskytuje dodatečný výklad relevantních ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu a dopředu uvědomuje případné emitenty o postupech a nárocích, jež na ně budou kladeny při vstupu na kapitálový trh. Na základě vyjádření ČNB tak došlo například k zodpovězení a objasnění způsobu metody výpočtu celkového objemu 10% akcií za předchozích 12 měsíců, což je důležité z toho důvodu, že při veřejné nabídce takovýchto akcií není třeba prospekt uveřejňovat. Spak potvrdila ČNB v případě bezúplatné nabídky akcií zaměstnanců dané akciové společnosti. Přestože by to z logiky věci mohlo být zřejmé, ČNB také postavila najisto, že není-li třeba prospekt uveřejňovat, není emitent povinen jej ani vyhotovovat. Další upřesnění se

---

<sup>75</sup> Vzhledem k zaměření práce uvádím záměrně příklad z prostředí kapitálového trhu. V zahraničí však lze najít také model, kdy národní banka je obecně jakýmsi obecným garantem a konkrétní dozor nad fungováním kapitálového trhu pak vykonává specializovaná instituce. Tento model funguje například v sousedním Polsku, kde je úloha regulátora kapitálového trhu vykonávána *Komisí finančního dozoru (Komisja Nadzoru Finansowego – KNF)*.

týkají jazyka prospektu, formy elektronické žádosti o schválení prospektu, nejzazšího termínu uveřejnění konečných podmínek veřejné nabídky a dalších.

Osobně hodnotím velmi pozitivně nejen meritum výstupů činnosti České národní banky, ale zároveň také dostupnost a jednoznačnost konkrétních sdělení českého regulatorního orgánu.<sup>76</sup>

Druhou kategorií je pak samotná rozhodovací praxe ČNB, jakožto regulatorního, v určitých záležitostech také správního orgánu, jež spočívá jednak ve schvalovací činnosti (schvalování prospektů cenných papírů, obecné udělování licencí) a za druhé v následném vykonávání dohledu nad fungováním kapitálového trhu jako takového.

Ve vztahu k primární emisi nás zajímá zejména rozhodování o schválení prospektů cenných papírů. Bohužel vzhledem k nízkému množství emisí na českém trhu není možné rozhodování ČNB jakkoli zevšeobecnit či identifikovat konkrétní specifika, proto nejzajímavější materii pro účely IPO poskytují uveřejňované odpovědi na konkrétní dotazy. Nutno však konstatovat, stejně jak je uvedeno v těchto odpovědích, že se vždy jedná o vyjádření názorů příslušných pracovníků České národní banky a soudy či dokonce bankovní rada ČNB by mohly v budoucnu zaujmout odlišný názor. Nehledě na to, věřím, že i takováto sdělení ČNB dostatečně jasně anticipují, jaký postoj s největší pravděpodobností bude v jednotlivých případech Česká národní banka s dalšími autoritami zastávat.

Na závěr je zapotřebí také zmínit, že emitenti na každém kapitálovém trhu se musí podřídít i rozhodnutím vydaným organizátorem daného trhu, resp. jeho konkrétními orgány. Zůstaneme-li v prostředí českého kapitálového trhu jsou, v souvislosti s IPO, stěžejní rozhodnutí burzovního výboru pro kotaci, jenž především rozhoduje o přijetí každé emise na trh BCPP. Veškeré podmínky, které výbor pro kotaci, potažmo BCPP z pozice organizátora, stanovuje, jsou běžně nad rámec zákona.

---

<sup>76</sup> Veškeré postoje ČNB je možné nalézt na internetových stránkách [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz), v sekci Dohled a regulace. In: Česká národní banka. *Dohled nad finančním trhem – Emise, evidence, nabídky CP*. In: [cnb.cz](http://www.cnb.cz) [online]. 13. 10. 2013 [cit. 22. 5. 2017]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/legislativni\\_zakladna/emise\\_evidence\\_cp\\_nabidky\\_prevzeti\\_vytesneni/odpovedi\\_verejna\\_nabidka\\_prospekt.html](https://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/odpovedi_verejna_nabidka_prospekt.html)

Jelikož na přijetí emise k obchodování nemají emitenti právní nárok<sup>77</sup>, je rozhodování velmi individualizované. Zajímavé je, že o přijetí emise (akcií) k obchodování rozhoduje výbor pro kotaci, avšak pravomoc rozhodnout o pozastavení obchodování s akciemi či o jejich vyloučení z obchodování (na trhu Prime) je svěřena generálnímu řediteli BCPP<sup>78</sup>. Generální ředitel je rovněž oprávněn ukládat (a to i opakovaně) sankce těm emitentům, kteří nesplňují podmínky stanovené burzovními pravidly.

Rád bych zdůraznil, že rozhodnutí dopadající na prvotní veřejnou nabídku akcií jsou velmi individuální a odvíjí se striktně od každého konkrétního případu, proto lze jenom těžce činit obecné závěry. Nejvíce pozornosti bych však vždy doporučil věnovat zejména nastavenému směru regulatorních rozhodnutí národního regulátora kapitálového trhu, který má za úkol identifikovat a zmírňovat rizika špatné interpretace zákonných ustanovení a zřetelně vymezit zákonný i obecněji regulatorní rámec, v němž má primární emise probíhat. Toto ostatně potvrzuje i praxe, kdy emitenti nejčastěji komunikují právě s regulátorem trhu, na který hodlají vstoupit a často až poté, kdy například již dochází ke schválení prospektu, se obracejí na příslušného organizátora kapitálového trhu, aby s ním dojednali dodatečné podmínky vstupu na konkrétní trh.

Vzhledem k současnému trendu postupné konvergence právních úprav členských států Evropské unie a posilování pravomocí unijních (nadanárodních) institucí, je třeba počítat s tím, že například v budoucnu postupně stanoviska ESMA začnou převládat a nahradí postoj jednotlivých národních regulátorů. V současné chvíli však zatím nelze tuto hypotézu jakkoli podpořit.

---

<sup>77</sup> Dle Článku 1, odst. 4 Burzovních pravidel, část VI. BCPP In: Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, část VI.* In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 22. 5. 2017]. Dostupné z: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

<sup>78</sup> V souladu s Článkem 8 odst. 1 Burzovních pravidel, část VI. BCPP In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 22. 5. 2017]. Dostupné z: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

Jak jsme si v celé této kapitole postupně ukázali, v případě důsledného a komplexního přístupu k prvotní veřejné nabídce se nemůžeme (vedle ekonomických úvah) omezit pouze na evropskou a národní legislativu. Neméně důležitým aspektem, což ostatně bylo nepřímou řečeno již v předchozích částech, je důkladné zvážení nároků, podmínek a ostatních náležitostí požadovaných příslušným národním regulátorem a organizátorem kapitálového trhu, na nějž chce společnost vstoupit. Toto platí obzvláště v případě emitentů v rámci Evropské unie, jelikož jak bylo konstatováno a hovoříme-li o emisích na evropských kapitálových trzích, je proces a splnění zákonných podmínek poměrně jednotný. Na druhou stranu, podmínky příslušného organizátora se mohou lišit nejen v případě každého kapitálového trhu, ale dokonce v případě různých segmentů jednoho trhu.

V další kapitole se již dostanu k vysvětlení celého procesu primární emise, zejména z pohledu emitujících společností, postupně se zaměřím na jednotlivé fáze IPO i na různé osoby, které se na veřejné nabídce spolu s emitentem podílejí, a to vše s akcentem na právní úpravu v České republice.

## 4. Proces prvotní veřejné nabídky

Již jsme se společně podívali na základní právní rámec IPO především v kontinentálním právu, avšak pro pochopení jeho aplikace je nezbytné poukázat také na celý proces IPO z pohledu akciové společnosti, tedy z pohledu zaběhnuté praxe.

Ve chvíli, kdy se společnost rozhodne veřejně nabídnout své akcie poprvé a než se pustí do realizace dlouhého a náročného procesu, je naprosto nezbytné, aby společnost byla schopna zvolit pro ni co nejlepší a ekonomicky nejzajímavější trh, kde svou emisi provede. Z toho důvodu se postupně zaměřím jednak na metodiku volby trhu pro IPO, ale také na jednotlivé fáze celého procesu v souladu s právním úpravou, zejména pak v souladu s ustanoveními zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

### 4. 1. Výběr trhu pro IPO

Kritérií pro výběr vhodného trhu je několik. Mezi hlavní patří jednoznačně potenciální poptávka, respektive vůbec přítomnost pro společnost relevantních investorů na daném trhu. V odborné literatuře se občas můžeme setkat s obecnějším pojmem – a tím je, pro emitenta, hledisko *umístění aktivit*, jedná se spíše o určité ekonomické doporučení, že společnosti by měly k emisi volit kapitálové trhy v těch zemích, kde již mají své podnikatelské aktivity, vybudované fungující odběratelské a dodavatelské vztahy, důvěru klientů i partnerů a podobně. Právě na těchto trzích je největší pravděpodobnost, že se emitující společnosti setkají s největším zájmem investorů a výrazně tím také zvyšují pravděpodobnost úspěchu a objemu tržní kapitalizace<sup>79</sup> celé emise.

Často se však lze setkat s názorem (nejen teoretiků, ale také samotných emitentů), že emitující společnost by měla spíše volit trh, z hlediska svých podnikatelských aktivit, na nějž právě vstupují či vstoupit plánují (prostřednictvím akvizic či fúzí), neboť přestože dojde pravděpodobně k nižší kapitalizaci v průběhu IPO, jedná se o poměrně

---

<sup>79</sup> Tržní hodnota akciové společnosti. V souvislosti s IPO se tak hovoří o závěrečné hodnotě, které dosáhne celkový prodej akcií (v ideálním případě, kdy by bylo veřejně nabídnuto 100% všech akcií).



výhodný způsob financování aktivit na těchto nových trzích.<sup>80</sup> Samozřejmě další možností je, mimo jiné i díky jednotnému evropskému pasu, volba několika trhů souběžně v rámci duální kotace (viz dále).

Ať už se akciová společnost rozhodne pro jakýkoliv z dostupných kapitálových trhů, je pro ni vždy nesmírně důležitým kritériem nejen *prvotní tržní kapitalizace emise*, ale i následná *likvidita akcií*<sup>81</sup>. Čím vyšší je likvidita daných akcií, a zároveň vyšší likvidita daného kapitálového trhu, tím je pravděpodobnější úspěšnost provedení případných dalších emisí, zpravidla při nižší výnosnosti požadované investory, než na trzích, jež jsou méně rozvinuté.<sup>82</sup>

Dalším důležitým aspektem při výběru trhu je pro emitenty i znalost kulturního a ekonomického prostředí konkrétního kapitálového trhu. Nejedná se zde pouze o určitou obchodní „blízkost“, kupříkladu k potřebám investorů, ale také o mnohem jednodušší komunikaci a marketing emise vůči potenciálním zájemcům. Díky znalosti tržního i kulturního prostředí v zemi svého stěžejního působení, jsou emitující společnosti schopny mnohem efektivněji předávat relevantní informace investorům a ostatním subjektům na daném trhu.<sup>83</sup>

Neméně důležitým faktorem pro výběr vhodného kapitálového trhu jsou také transakční náklady, které se k emisi vážou. Je logické, že náklady spojené s emisí na kapitálovém trhu v Praze budou mnohonásobně nižší než náklady při vstupu na burzovní trh v New Yorku.<sup>84</sup> Náklady jsou zde určeny jednak daným trhem (to jest

---

<sup>80</sup> ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>81</sup> Likvidita vyjadřuje, jak rychle je možné akcii jako aktivum proměnit za hotové peníze. V případě akcií je jejich likvidita obecně určena nabídkou a poptávkou po nich.

<sup>82</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>83</sup> Tamtéž.

<sup>84</sup> V Praze je řeč o Burze cenných papírů Praha (BCPP) a v New Yorku o New York Stock Exchange (NYSE).

poplatky požadované ze strany organizátora trhu), a za druhé vedlejšími náklady celého procesu. Přestože nelze srovnávat případnou tržní kapitalizaci na jednotlivých trzích, lze konstatovat, že šance na úspěch primární emise konkrétního emitenta mohou být na každém trhu diametrálně odlišné.

Rád bych zdůraznil, že není pouze zájmem společnosti dostat se na určitý kapitálový trh, ale nemalá snaha a zájem vychází také od organizátorů jednotlivých trhů. V dnešní době se každý kapitálový trh snaží k sobě přilákat co největší množství atraktivních titulů, a tím posílit svou pozici. Díky této konkurenci burzovních trhů mezi sebou dochází, především v Evropě, k postupné konvergenci pravidel vstupu na jednotlivé trhy a také ke vzniku trhů nových, vedlejších - alternativních. Organizátoři burzovních trhů mají na své straně poměrně velké množství nástrojů, jak přilákat nové emitenty. Mezi ty nejdůležitější patří obecné požadavky, jež jsou na emitenty kladeny (tyto požadavky se samozřejmě nesmí dostat pod hranice stanovené legislativou Evropské unie či národními předpisy), dále poplatky stanovené za přijetí emitentových akcií k obchodování a průběžně hrazené poplatky za obchodování, očekávaný objem emise či finanční výsledky společnosti.<sup>85</sup>

Z výše uvedeného je jasné, že nejlepším trhem pro emisi akcií společnosti není vždy pouze trh domácí, může jím být jakýkoliv jiný trh, přesto je mezi emitenty tendence vybírat trhy jim bližší, popřípadě volit optimální poměr mezi požadovaným finančním objemem emise a charakterem kapitálového trhu.

Již jsem naznačil, že si společnosti nemusí vybrat pouze jeden trh, existuje také možnost duální kotace, tzv. *dual listing*<sup>86</sup>, při které dochází k emisi akcií společnosti na více trzích současně. Duální kotace je velmi často uplatňována emitenty v rámci Evropské unie, kdy společnosti pro svou emisi volí dva sobě velmi podobné kapitálové trhy, neboť vzhledem k harmonizaci právních předpisů členských států Unie jsou

---

<sup>85</sup> ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>86</sup> Další možností je také vícestranná kotace (neboli *cross* či *multiple listings*), tuto variantu si však společnosti volí mnohem méně.

celkové náklady na přijetí akcií k obchodování na dalším (obdobném) burzovním trhu výrazně nižší.

Pro příklady z praxe nemusíme ani chodit za naše hranice – stačí se podívat na volbu trhů u do této chvíle stále největší primární emise na českém kapitálovém trhu, kdy těžařská společnost New World Resources N. V., přestože registrována v Nizozemsku, tak s majoritní částí svých aktivit na území České republiky a Polska, si zvolila pro své IPO v roce 2008 burzovní domy v Londýně a v Praze a během celého procesu se rozhodla, právě vzhledem ke svým aktivitám v Polsku i kótovat své akcie na burze ve Varšavě. A i při poměrně nedávném IPO společnosti Kofola ČeskoSlovensko, a. s. (2015) padla volba na pražský a později rovněž varšavský regulovaný burzovní trh.

Při výběru trhu je nutno pamatovat na určitá další specifika, ke kterým se později ještě dostaneme. Pro tuto chvíli stačí shrnout, že jakmile si společnost vybrala svůj cílový trh, čeká ji samotný proces IPO, jenž se dělí na tři základní fáze – *přípravná, realizační a samotný úpis nabízených akcií (post-realizační fáze)*.

## 4. 2. Přípravná fáze

Přípravná fáze IPO je vůbec nejdůležitější v celém procesu prvotní veřejné nabídky akcií a zpravidla trvá také nejdéle. Doba trvání je závislá na aktuální situaci, v níž se společnost nachází a jaké všechny kroky musí v této fázi učinit. Přípravná fáze proto může trvat několik měsíců až standardně dva roky.

Management společnosti by měl pečlivě zvážit všechna rizika spojená se vstupem společnosti na veřejný regulovaný trh, důkladně zjistit ekonomickou náročnost a případný výnos z IPO – tedy odhadnout potenciální zájem investorů, zhodnotit jak silné jméno, značka či aktivity společnosti jsou a zdali společnost má šanci obstát v konkurenčním prostředí na kapitálovém trhu.<sup>87</sup>

Vůbec před tím, než může společnost pokračovat v dalších fázích a před tím, než mohou být její akcie přijaty k obchodování na veřejně regulovaném trhu, musí

---

<sup>87</sup> Srov. MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251- 2620-2.

společnost projít určitým procesem *vnitřní transformace*. Tato transformace je nezbytná, jelikož struktura a vnitřní organizace společnosti musí splňovat podmínky konkrétního kapitálového trhu.<sup>88</sup> Jedná se o zejména povinnost, kdy společnost musí přejít na principy řízení a správy OECD<sup>89</sup> (*corporate governance*). Jsou to pravidla upravující způsob řízení a vedení společnosti, rozdělení kompetencí, vztahy mezi akcionáři (vlastníky) a managementem společnosti. Cílem *corporate governance* dle OECD je co největší transparentnost společnosti a zároveň její efektivní fungování.<sup>90</sup>

Dalším zásadním krokem v procesu transformace a přípravy společnosti na IPO, je přechod jejího účetnictví na Mezinárodní účetní standardy (IFRS<sup>91</sup>). Tato povinnost je společně ukládána nařízením Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 ze dne 19. července 2002, o uplatňování mezinárodních účetních standardů a stanovuje, že společnosti kótované na kapitálových trzích na území Evropské unie musí své účetní závěrky (a celé své účetnictví) vést v souladu s pravidly IFRS. Celosvětové sjednocení účetních standardů<sup>92</sup>, a jejich sjednocení i na evropské úrovni, ve svém důsledku zvyšuje konkurenceschopnost podniků a jednotlivých kapitálových trhů.

---

<sup>88</sup> PHUNG, Albert. *What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 26. 2. 2009 [cit. 19. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>

<sup>89</sup> *Organisation for Economic Co-operation and Development*, překl. Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj. Jedná se o mezinárodní organizaci, se sídlem v Paříži, která se zaměřuje na ekonomickou a sociální spolupráci členských států, stabilizaci a rozvoj mezinárodních trhů a rozvoj celosvětové ekonomiky.

<sup>90</sup> In: G20. *OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. 1. vyd. Paříž, Francie: OECD, 2015, 57 s. ISBN 9789264236875.

<sup>91</sup> *International Financial Reporting Standards* – Pro více viz DUMONT, Chris. *International Financial Reporting Standards*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 25. 1. 2015 [cit. 19. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>

<sup>92</sup> Tyto účetní standardy jsou povinny dodržovat veřejně obchodované společnosti ve více než 120 zemích světa. In: Tamtéž.

#### 4. 2. 1. Underwriter a jeho výběr

Provést *vlastní emisi*, to jest zabezpečit celý proces veřejné nabídky z hlediska právního, ekonomického i personální z vlastních zdrojů společnosti je velmi náročné, prakticky až nemožné, a proto emitenti další postup koordinují s tzv. *manažerem emise* (jindy označován také jako aranžér emise či bookrunner), častěji je však pro tuto funkci používáno anglické označení *underwriter*. Přestože volba manažera emise není zákonným požadavkem, v praxi se úspěšná veřejná nabídka akcií bez underwritera reálně neobejde.

Funkci underwritera nejčastěji vykonávají investiční banky, investiční společnosti nebo obchodníci s cennými papíry. Emitent prostřednictvím manažera emise nabízí své akcie blíže neurčenému okruhu investorů. Úkolem underwritera je pokusit se oslovit všechny potenciální investory, kteří by měli o úpis akcií společnosti zájem. Manažer emise je také zodpovědný za průběh celého procesu IPO – pomáhá společnosti během jednotlivých fází a, jak již bylo zmíněno, snaží se zajistit dostatečný odbyt nabízených akcií a tím maximalizovat celkovou kapitalizaci emise.

Velmi často si společnosti vybírají manažera emise ještě před samotným rozhodnutím IPO učinit, neboť právě underwriter může pomoci mimo jiné s výběrem vhodného trhu či s doporučením zdali veřejnou nabídku provést či nikoliv.

Výběr manažera emise je čistě na uvážení emitenta, vždy by měl však brát v potaz plánovaný objem emise, stejně tak, jako zkušenosti manažera s emisemi obdobných společností. Společnost si logicky snaží vybrat nejsilnějšího partnera, aby byl výsledek IPO co nejlepší. V případě velkých emisí rozhodně není neobvyklé, že je zvolen jeden hlavní manažer emise (typicky investiční banka v pozici obchodníka s cennými papíry) a vedlejší společnosti, které jednotlivé fáze procesu zajišťují anebo je možné zvolit manažerem emise syndikát (konsorcium) společností zahrnující banky, auditorské a advokátní kanceláře i jiné finanční instituce.<sup>93</sup>

---

<sup>93</sup> V takovém případě hovoříme o tzv. *syndicate structure*. Srov. zejména s ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 135.

Manažer emise, poté jakmile se podrobně seznámí se záměrem společnosti, jejími představami o primární emisi a dohodne se s ní na společném postupu<sup>94</sup>, podepíše s touto společností *mandátní smlouvu*<sup>95</sup>, jež definuje vzájemná práva a povinnosti v průběhu veřejné nabídky, formuluje očekávání společnosti od emise a často také obsahuje předběžně stanovenou smluvní odměnu po dokončení úpisu akcií.<sup>96</sup>

Dovolím si poznamenat, že o výběru underwritera se někdy hovoří až v souvislosti s další, *realizační fází*, avšak po osobní konzultaci s odborníky z praxe jsem přesvědčen o tom, že výběr underwritera je natolik důležitý, že by alespoň prvotní kontakt s vytipovaným manažerem následné emise měl proběhnout ještě před tím, než se společnost definitivně pro IPO rozhodne a započne svou vnitřní transformaci. V této souvislosti je vhodné zdůraznit, že společnost může od záměru provést prvotní veřejnou nabídku kdykoliv, až do samotného úpisu akcií, během celého procesu odstoupit.

Přes výše zmíněné však rozhodně nelze popřít, že stěžejní úloha underwritera spočívá v realizační fázi, na kterou se v následující části podíváme.

---

<sup>94</sup> Především si ověří její připravenost na IPO a objem potřebného kapitálu, který si společnost přeje prostřednictvím prvotní veřejné nabídky získat.

<sup>95</sup> Srov. MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>96</sup> Tato odměna se často pohybuje jako podíl z objemu celé emise. Nejčastěji 4–7%. Vhodné srovnání se nabízí především s ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 136.

### 4. 3. Realizační fáze

#### 4. 3. 1. Zvýšení základního kapitálu

Ve chvíli, kdy společnost prošla celou potřebnou transformací (standardizované účetnictví, systém řízení corporate governance atd.) a zvolila si svého manažera emise, vstupuje do *realizační fáze IPO*. Tato fáze vrcholí a končí prakticky až samotným úpisem akcií a vstupem společnosti na veřejný regulovaný trh. Hlavním účelem realizační fáze je přesvědčit co největší množství investorů na cílovém trhu o tom, že společnost je ekonomicky stabilní, prosperuje, disponuje velkým růstovým potenciálem, a nákup akcií emitenta je proto pro investory výhodný a investičně opodstatněný.<sup>97</sup>

Nezbytnou součástí realizační fáze je svolání *valné hromady* společnosti. K té dochází v případě, že vedení společnosti dojde k rozhodnutí, že IPO je pro společnost vhodný postup. Na schůzi valné hromady je třeba definitivně rozhodnout o navýšení základního kapitálu upsáním nových akcií ve formě veřejné nabídky. Toto rozhodnutí spadá do pravomocí valné hromady<sup>98</sup>, které by měly být podrobné podklady pro rozhodnutí o IPO od managementu předloženy. V souladu s ustanovením § 474 ZOK je navýšení základního kapitálu upsáním nových akcií možné jen v případě, že akcionáři zcela splatili emisní kurs dříve upsaných akcií<sup>99</sup>, ustanovení § 475 písm. e) ZOK pak ukládá povinnost, že v usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu akciové společnosti upsáním nových akcií, musí být výslovně určeno, že akcie budou upsány na základě veřejné nabídky.<sup>100</sup> K přijetí rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu je zapotřebí *kvalifikovaného souhlasu* akcionářů (tzn. alespoň dvoutřetinové většiny hlasů

---

<sup>97</sup> PHUNG, Albert. *What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 26. 2. 2009 [cit. 20. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoproccess.asp>

<sup>98</sup> Tuto pravomoc může přenést valná hromada na představenstvo. Srov. ustanovení § 421 odst. 2 písm. b) ZOK.

<sup>99</sup> Výjimka platí v případě, že dosud nesplacená část je vzhledem k výši základního kapitálu zanedbatelná a valná hromada se zvýšením základního kapitálu tímto způsobem projevila souhlas. Viz ust. § 474 ZOK.

<sup>100</sup> Srov. ust. § 475 písm. e) ZOK.

akcionářů každého druhu akcií přítomných na valné hromadě).<sup>101</sup> Takto přijaté usnesení valné hromady musí obsahovat dle ustanovení § 475 ZOK tyto náležitosti:<sup>102</sup>

- a) částku, o kterou má být základní kapitál zvýšen, s určením, zda se připouští upisování akcií nad nebo pod navrhovanou částku, popřípadě do jaké nejvyšší částky,*
- b) počet, jmenovitou hodnotu, druh upisovaných akcií, jejich formu nebo údaj, že budou vydány jako zaknihované cenné papíry,*
- c) údaje pro využití přednostního práva na upisování akcií uvedené v § 485 odst. 1, ledaže se všichni akcionáři nejpozději před hlasováním o zvýšení základního kapitálu vzdali přednostního práva nebo má-li být základní kapitál zvýšen dohodou akcionářů podle § 491,*
- d) určení, zda akcie, které nebudou upsány (...), budou všechny nebo jejich část upsány dohodou akcionářů podle § 491, zda budou nabídnuty určenému zájemci nebo zájemcům s uvedením osob anebo způsobu jeho nebo jejich výběru,*
- e) určení, zda budou akcie nebo jejich část upsány na základě veřejné nabídky podle § 480 až 483,*
- f) upíše-li akcie obchodník s cennými papíry podle § 489 odst. 1, údaje podle § 485 odst. 1, místo a lhůtu, v níž může oprávněná osoba vykonat tam uvedené právo, a cenu, za niž je oprávněna akcie koupit, nebo způsob jejího určení; (...),*
- g) případný údaj o vyloučení nebo omezení přednostního práva na upisování akcií,*
- h) v případě upisování akcií bez využití přednostního práva upisovací lhůtu a navrhovanou výši emisního kursu (...); emisní kurs nebo způsob jeho určení musí být pro všechny upisovatele stejný,*
- i) účet u banky a lhůtu, v níž upisovatel splatí emisní kurs nebo jeho část (...)*

---

<sup>101</sup> Zároveň musí být valná hromada usnášeníschopná. Srov. ust. § 412 odst. 1 a ust. § 417 odst. 1 ZOK.

<sup>102</sup> Viz § 475 ZOK.



- j) schvaluje-li se nepeněžitý vklad, jeho popis a částku jeho ocenění postupem podle tohoto zákona a emisní kurs, jmenovitou hodnotu a druh akcií, které se za tento nepeněžitý vklad vydají, jejich formu nebo údaj, že budou vydány jako zaknihované cenné papíry,*
- k) připouští-li se upisování akcií nad částku navrhovaného zvýšení základního kapitálu, určení orgánu společnosti, který rozhodne o konečné částce zvýšení,*
- l) připouští-li se možnost započtení pohledávky vůči společnosti proti pohledávce na splacení emisního kursu, pravidla pro postup pro uzavření smlouvy o započtení (...)*

Zákon o obchodních korporacích ještě dále upřesňuje, konkrétně v ustanovení § 476, jaké další náležitosti třeba v usnesení uvést, pokud dochází k úpisu nových akcií na základě veřejné nabídky. Dalšími požadavky, jež je třeba uvést, jsou<sup>103</sup>:

- a) určení lhůty, do kdy musí představenstvo uveřejnit veřejnou nabídku podle § 480, která nesmí být delší než 2 roky,*
- b) dobu upisování akcií, která nesmí být kratší než 2 týdny,*
- c) postup při upisování akcií a určení části emisního kursu, kterou společnost vyžaduje splatit k okamžiku zápisu do listiny upisovatelů,*
- d) pravidla pro úpis akcií nad rámec navržené výše zvýšení základního kapitálu.*

V případě běžného zvýšení základního kapitálu akciové společnosti je zápis nové výše do obchodního rejstříku konstitutivní, avšak v situaci, kdy je základní kapitál společnosti navýšen přijetím akcií k obchodování na evropském regulovaném trhu (tj. kdy se kapitál zvyšuje prostřednictvím veřejné nabídky cenných papírů), jsou právní účinky zvýšení základního kapitálu spojeny až se samotným úpisem akcií a splacením předepsané části jejich emisního kursu.

---

<sup>103</sup> Viz ust. § 476 ZOK.

### 4. 3. 2 Due dilligence

Další důležitou částí realizační fáze je finanční a právní *due dilligence*, kterou si můžeme nejlépe vymežit jako komplexní hloubkovou prověrku společnosti jak z právní, tak zároveň účetní a ekonomické stránky.<sup>104</sup>

Jak jsme si již řekli, stěžejní úlohu v celém procesu IPO, nejen v realizační fázi, má manažer emise (*underwriter*). Ten by se měl postarat také o *due dilligence*, kdy jeho úkolem je především ekonomická analýza, jež zahrnuje již zmíněný výběr trhu vhodného pro IPO, odhad reálné a potřebné tržní kapitalizace a další ekonomické aspekty primární emise. Následují právní specialisté, kteří provedou tzv. *právní prověrku*, to jest důkladný právní rozbor společnosti a jejího podnikání od založení, včetně úkonů a činností statutárních orgánů, jejich závazků, obchodních smluv a celkového fungování s cílem nalézt případná rizika pro průběh prvotní veřejné nabídky.

Právní prověrka při *due dilligence* je pro společnost velice důležitá, neboť právě v tomto bodě je možné odhalit nedostatky, kvůli nimž není IPO možné provést nebo které by výrazně mohly snížit jeho úspěšnost. Společnosti, jež se chystají nabídnout své akcie investorům a vstoupit tak na regulovaný trh, mají své interní právníky, spolupracující advokátní kanceláře a další odborníky, přesto je však běžné, že si právě pro proces prvotní veřejné nabídky vybírají advokátní kanceláře a specialisty se zaměřením pouze na veřejnou nabídku cenných papírů.

Druhou nedílnou součástí spolupracovníků emitenta či týmu *underwritera* je auditor či daňový poradce, ten provádí finanční a účetní *due dilligence*, což zahrnuje pečlivou analýzu společnosti z hlediska finančních ukazatelů, peněžních toků a účetnictví. Výsledkem této hloubkové prověrky je standardně tzv. *comfort letter*. Tímto dokumentem auditor osvědčuje a zároveň se zaručuje, že všechna jeho zjištění jsou

---

<sup>104</sup> Ke srovnání se nabízí ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 136.

pravdivá, odpovídají skutečnému stavu<sup>105</sup> a že z těchto zjištění se může vycházet při sestavování prospektu – bez tohoto dokumentu nelze emisi prakticky vůbec provést.

Všechny jednotlivé výsledky due dilligence jsou určeny pro interní použití. Navíc společnosti, které na prověrkách pracovaly, jsou vázány mlčenlivostí (*non-disclosure agreement*) o skutečnostech zjištěných v průběhu celé transakce. Po provedené hloubkové prověrce je zvykem provést taktéž ocenění společnosti.

Závěry due dilligence a interní valuace společnosti slouží jako stěžejní podklad pro vyhotovení prospektu a stanovení nabídkové ceny akcií, tedy *emisního kurzu*, a jejich nabízeného počtu.<sup>106</sup>

#### 4. 3. 3. Přijetí akcií k obchodování na trhu

Pokud společnost po provedené due dilligence a vlastním vnitřním ohodnocení společnosti na základě závěrů hloubkové prověrky je i nadále rozhodnuta veřejně nabídnout své akcie v rámci primární emise, je potřeba oslovit investory a připravit stěžejní dokument celé emise, kterým je *prospekt*.

Jednotlivým náležitostem prospektu a jeho důležitosti během veřejné nabídky se věnuji v samostatné části této práce. Pro základní pochopení úlohy tohoto dokumentu stačí pro tuto chvíli uvést, že vyhotovení prospektu je nezbytným předpokladem pro přijetí akcií emitenta k obchodování na veřejném trhu. Lze konstatovat, že se jedná o jeden z mála *zákonných požadavků kladených na emitenta* v průběhu celého IPO. Ostatními povinnostmi, které zákon emitentům ukládá, jsou dále pouze uveřejnění prospektu (§ 35 ZPKT), ustanovení týkající se propagace prospektu (§ 36k odst. 1, 2 ZPKT) a požadavek na zajištění rovného zacházení (§ 36k odst. 3 ZPKT)<sup>107</sup>.

---

<sup>105</sup> Někdy je na toto nahlíženo jako na zaručení se za finanční situaci společnosti, stejně jako kdyby byl proveden standardní hloubkový audit.

<sup>106</sup> Srov. JEŽEK; a KOL. Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

<sup>107</sup> HUSTÁK; a KOL. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

Prospekt podléhá schválení regulatorního orgánu, pokud k takovému schválení dojde a zároveň je prospekt řádně uveřejněn, může emitent požádat o přijetí svých akcií k obchodování na veřejném regulovaném trhu. Aby mohly být cenné papíry emitenta přijaty, musí splnit podmínky stanovené organizátorem daného trhu. V České republice je pro IPO využíván jediný burzovní trh, jenž organizuje Burza cenných papírů Praha, a. s. (dále jen BCPP či PSE), podmínky pro přijetí na tento trh lze pak nalézt v části VI. burzovních pravidel vydávaných organizátorem trhu.

Žádost o přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu může být předložena i v anglickém či slovenském jazyce a musí obsahovat především:

1) základní údaje o emitentovi (*obchodní firma, sídlo, IČO, výši základního kapitálu, identifikaci emitenta dle NACE<sup>108</sup>, případně další náležitosti u zahraničních emitentů*) a

2) konkrétní údaje o emisi akcií (*ISIN, druh a forma akcií, právní řád dle kterého byly akcie vydány, objem emise, jmenovitá hodnota a další*).<sup>109</sup>

K žádosti se spolu s prohlášením emitenta, že všechny uvedené údaje jsou pravdivé a úplné, že splňuje všechny zákonné požadavky na přijetí svých akcií k obchodování a další, v souladu s požadavky burzovních pravidel, dále přikládá:

- doklad o přidělení ISIN<sup>110</sup>
- prospekt spolu s uvedením informací o jeho uveřejnění
- ověřené účetní závěrky emitenta za poslední tři roky
- stanovy emitenta a další náležitosti týkající se převážně zahraničních emitentů.

---

<sup>108</sup> NACE (Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes), univerzální klasifikační systém využívaný na území členských států Evropské unie k rozlišení jednotlivých podniků dle oboru podnikání.

<sup>109</sup> Pro detailnější informace viz Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, část VI.*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 27. 11. 2015 [cit. 3. 2. 2016]. Dostupné z: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

<sup>110</sup> Toto identifikační číslo přiděluje Centrální depozitář cenných papírů, na základě žádosti emitenta.

- případná plná moc od společnosti, žádá-li o přijetí cenných papírů k obchodování jiný subjekt

Dle článku 3, části VI. burzovních pravidel BCPP, rozhoduje o přijetí akcií k obchodování výbor pro kotaci, a to ve lhůtě do 15 pracovních dnů od doručení žádosti. V případě chybějících údajů si tyto burza od emitenta vyžádá a po doplnění začne stejná lhůta běžet znovu.

Při prvotní veřejné nabídce se stává, že v době rozhodování výboru o přijetí není ještě prospekt schválen. Proto je možné vydat rozhodnutí o *tzv. podmíněném přijetí*, kdy ve chvíli, jakmile je prospekt schválen Českou národní bankou či jiným regulátorem, hledí se na emitenta, jako by byla jeho žádost k obchodování řádně podána a schválena. V případě, že dojde k odmítnutí emitentovy žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na BCPP, může opětovnou žádost podat nejdříve až po uplynutí jednoho roku od účinnosti rozhodnutí o nepřijetí.

#### 4. 3. 4. Marketing primární emise – roadshow a bookbuilding

Cílem realizační fáze celého procesu IPO je vzbudit co největší zájem o chystanou emisi akcií společnosti a cíleně oslovit nejširší spektrum investorů. O této fázi v praxi nejčastěji hovoříme jako o *marketingu emise*. Na starost si ji bere zpravidla manažer emise, neboť právě dobrý ekonomický výsledek celé emise na regulovaném trhu se odráží i na výši jeho odměny a, v neposlední řadě, na jeho renomé.

Underwriter si povětšinou do svého týmu pro tuto část přibírá spolupracující reklamní, mediální a PR agentury, specializované ekonomické tiskové mluvčí, případně další subjekty, které mu pomáhají efektivně propagovat připravovanou prvotní veřejnou nabídku. Rozdělit marketing emise můžeme na *tzv. roadshow a bookbuilding*.

*Roadshow* lze nejjednodušeji označit za samotnou propagaci a reklamu emise. Velmi často je tato část provedena ještě před sestavením prospektu a zasláním žádosti o schválení regulátorovi. Management společnosti, spolu s manažerem emise, představuje své obchodní plány, aktuální ekonomickou situaci a seznamuje investory s chystanou emisí. Základním cílem je komunikovat připravovanou emisi prostřednictvím co nejefektivněji cílené reklamní kampaně a zajistit si tím potenciální investory a zájemce

o akcie společnosti během IPO.<sup>111</sup> Pokud nebyl zvolen emisní kurz akcie v počátečním procesu, jsou právě výsledky roadshow (zjištěný zájem o společnost, její postavení na trhu v očích investorů a další) a následného bookbuildingu klíčové pro stanovení tohoto kurzu – běžně označováno jako *pricing*.<sup>112</sup> Roadshow obvykle probíhá po celou dobu příprav a končí těsně před úpisem a vstupem společnosti na kapitálový trh.

*Bookbuilding* je od devadesátých let 20. století naprosto standardní formou určování emisního kurzu a alokace akcií při IPO. Bookbuilding probíhá v návaznosti na výsledky roadshow, přestože je vždy určitá část emise vyhrazena drobným investorům, v průběhu bookbuildingu se manažer emise soustřeďuje na velké investiční společnosti a obchodníky s cennými papíry, kteří zasílají underwriterovi své poptávky na nákup určitého objemu z celé emise. Poptávky by se měly pohybovat v cenovém rozpětí, které manažer emise vytyčil. Během zasílání nezávazných poptávek (obvykle toto období trvá několik dní), mohou investoři své poptávky měnit či rušit, stejnou možnost má i manažer emise a emitent, tedy i oni mohou měnit nabízený kurz a jeho cenové hladiny.

Na závěr bookbuildingu jsou přijaté informace z poptávkové fáze zpracovány a underwriter, po dohodě s emitentem, určí konečnou cenu a alokaci emise. Jelikož se nejedná o aukci, kdy by byla cena určena jako prostý průnik poptávkové a nabídkové křivky, je obtížné vysledovat mechanismus, na základě kterého je tato výsledná cena stanovena. Velmi často se však pohybuje v původním kurzovním rozpětí, neboť emitent i manažer emise se obávají, že v případě výrazného zvýšení původně komunikovaných cen by mohlo dojít k zásadnímu opadu zájmu oslovených investorů.<sup>113</sup>

---

<sup>111</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 138.

<sup>112</sup> Pricing, neboli stanovení emisního kurzu, může být proveden formou stanovení fixního kurzu nebo právě bookbuildingem (viz dále). Ojedinele se lze setkat s tím, že se stanovuje aukcí. In: Signal Trade. *IPO – Initial Public Offering*. In: [signaltrade.cz](http://www.signaltrade.cz) [online]. [cit. 25. 1. 2017]. Dostupné z: <http://www.signaltrade.cz/jak-investovat-do-ipo/>

<sup>113</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1, s. 140.

## 4. 4. Úpis akcií

Závěrečná fáze, jindy taktéž označována jako *post-realizační* nebo také *post-transakční*. Jakmile získá underwriter s emitentem poslední potřebné údaje, zejména tedy je schopen s konečnou platností stanovit upisovací ceny, dochází k finalizaci prospektu, jeho konečnému zveřejnění, úpisu emitovaných akcií prvním investorům a k počátkům obchodování na veřejném regulovaném trhu. Na jednotlivých krocích je možné vyzorovat plynulý přechod z primárního trhu (úpis akcií) na trh sekundární (obchodování na regulovaném trhu).

Jakmile je emisní kurz akcií spolu s počtem nabízených akcií emitenta stanoven, jsou investoři také závazně vyzváni (prostřednictvím předložené nabídky), aby potvrdili svůj zájem o emisi. Je-li zájem jednotlivých investorů potvrzen, je podepsána upisovací smlouva, v níž je logicky stanovena upisovací cena, celkový objem emise a struktura budoucích upisovatelů, jež mohou být oznámeny regulátorovi kapitálového trhu a následně zapracovány do konečného prospektu, který musí být dodatečně schválen touto regulatorní institucí (ČNB).<sup>114</sup>

Dle ustanovení § 481 ZOK dochází k úpisu akcií nabízených v rámci IPO zápisem do *listiny upisovatelů*. Tento zápis musí obsahovat několik zákonných náležitostí, patří mezi ně zejména:

- *druh, počet, forma a jmenovitá hodnota upisovaných akcií,*
- *emisní kurz,*
- *jméno a bydliště nebo sídlo upisovatelů,*
- *číslo majetkového účtu, na který mají být vydány zaknihované akcie,*
- *podpis.*

*(pokud chybí některý z předepsaných údajů, platí, že k zápisu nedošlo)*<sup>115</sup>

---

<sup>114</sup> Tamtéž.

<sup>115</sup> Ust. § 481 odst. 2 ZOK.

Upisovateli je po zápisu a splacení požadované části emisního kurzu vydáno emitentem písemné potvrzení obsahující druh, počet, formu a jmenovitou hodnotu všech upsaných akcií spolu s celkovou hodnotou emisního kurzu upsaných akcií a rozsah jeho splacení.

Jakmile dojde k úpisu akcií v objemu odpovídajícímu rozsahu zvýšení základního kapitálu a pokud je splaceno nejméně 30% jejich jmenovité hodnoty (včetně emisního ážia<sup>116</sup>), je představenstvo, dle ust. § 492 ZOK, povinno bez zbytečného odkladu podat návrh na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

V kontextu této povinnosti je vhodné zmínit, že obecně lze za úspěšnou považovat takovou emisi, jejíž objem dosáhl alespoň celé částky plánovaného zvýšení základního kapitálu schváleného valnou hromadou.<sup>117</sup>

Aby mohly být upsané akcie společnosti obchodovány na veřejném regulovaném trhu, musí být podána žádost o přijetí emise cenných papírů na tento regulovaný trh. Tato žádost se řídí konkrétními burzovními pravidly trhu. Praxe je však taková, že emitent tuto žádost podává ještě dříve, než k emisi dojde (a často i před tím, než regulátor schválí prospekt akcie dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu). Z tohoto důvodu je o procesu rozhodování o této žádosti a následného přijetí akcií k obchodování pojednáno v části věnující se realizační fázi výše.

#### **4. 5. Listing akcií a stabilizace kurzu**

Jakmile jsou akcie řádně upsány, rozděleny svým novým vlastníkům a jsou přijaty k obchodování na veřejném burzovním či neburzovním trhu, má manažer ještě jednu poměrně důležitou úlohu, na kterou však bohužel často teorie zapomíná a tou je stabilizace kurzu obchodovaných akcií po jejich uvedení na trh, a tedy stabilizace celé emise.

---

<sup>116</sup> Emisní ážio je rozdíl mezi emisním kurzem a jmenovitou hodnotou akcie.

<sup>117</sup> Srov. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management I. část*. 2. vyd. Brno: Vysoké učení technické, 2003, s. 45. ISBN 80-214-2487-7.



Nově přijaté tituly k obchodování na sekundárním trhu často vykazují tzv. *IPO efekt*, což znamená, že nově vydané akcie přijaté k obchodování na burzovním trhu mají tendenci nejen vzbudit zájem drobných investorů, ale především držitelé akcií, kteří zakoupili část emise ještě před vstupem na regulovaný trh za upisovací kurz, nejsou logicky ochotni prodávat pod tímto kurzem. Tato situace zpravidla trvá u IPO titulů i několik dní, dokud nedojde k dostatečné obměně vlastníků obchodovaných cenných papírů.<sup>118</sup>

Underwriter by se tedy měl snažit využít efekt nového titulu a zabránit nebo alespoň co nejvíce zpomalit případný pokles ceny akcií po uvedení na sekundární trh. Pro tento konkrétní účel má manažer emise k dispozici několik instrumentů, nejrozšířenějším a nejúčinnějším nástrojem je však *green-shoe opce*<sup>119</sup>. Jedná se o praxi, jež je v počátcích obchodování s daným titulem tolerována i ze strany regulátora a organizátora příslušného trhu. Manažerovi emise je tímto nástrojem umožněno prodat větší množství akcií, existuje-li po nich odpovídající poptávka, než byla původně avizovaná velikost emise. Green-shoe opci poskytuje underwriterovi emitent, obvykle se jedná o opci na 10 až 15% výchozí velikosti emise. Opci lze standardně uplatnit během prvních 30 dnů obchodování. Pro manažera emise je počáteční stabilita kurzu (a také jeho následný lineární růst) nově obchodovaných akcií otázkou především prestiže a dobře odvedené práce během celého průběhu prvotní veřejné nabídky cenných papírů společnosti.

---

<sup>118</sup> Srov. Signal Trade. *IPO – Initial Public Offering*. In: [signaltrade.cz](http://signaltrade.cz) [online]. Neuveďeno [cit. 3. 2. 2017]. Dostupné z: <http://www.signaltrade.cz/jak-investovat-do-ipo/>

<sup>119</sup> Název pochází z IPO uskutečněného v roce 1963, kdy byla na newyorskou burzu uvedena společnost The Green Shoe Manufacturing (dnes Stride Rite Corp., pozn. autora) a tato stabilizační metoda byla použita. In: RIBEIRO, Gonzalez Ana. *Greenshoe Options: An IPO's Best Friend*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 27. 9. 2010 [cit. 3. 2. 2017]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/greenshoe-option-ipo.asp>

## 4. 6. Důsledky obchodování pro emitující společnost

V úvodní části bylo zmíněno, že vstup společnosti na veřejný regulovaný trh a počátek obchodování s jejími akcemi, je poměrně značný zásah do fungování dané korporace. Každý underwriter by měl společnost, jež zvažuje provést IPO, upozornit na všechny změny, které tento krok pro společnost budou znamenat a zdůraznit, že tyto musí být co nejlépe zváženy ještě před rozhodnutím podstoupit celý zdlouhavý proces. Lze konstatovat, že stěžejní dopady se projevují již v přípravné fázi veřejné nabídky. Hlavním dopadem na společnost je zejména množství povinně zveřejňovaných informací týkajících se emitenta – nejen vůči veřejnosti (v důsledku ochrany a kvalifikovaného informování investorů), ale také vůči regulátorovi (ČNB) a organizátorovi regulovaného trhu, na kterém si společnost přeje, aby byly její akcie obchodovány.

Základní rozsah informačních povinností emitenta vychází ze směrnice o transparentnosti, jež emitentům ukládá *pravidelnou informační a oznamovací povinnost*, a jejíž ustanovení byla transponována především do druhé hlavy deváté části zákona o podnikání na kapitálovém trhu (ustanovení § 117a až 121b ZPKT). Jedná se zejména o tyto informace:

- *výroční a pololetní zpráva emitenta,*
- *mezitímní zpráva obsahující alespoň vysvětlení důležitých skutečností (transakcí, událostí) spolu s jejich dopadem na finanční situaci a hospodaření emitenta a také popis podnikatelské činnosti a výsledků hospodaření emitenta<sup>120</sup>,*
- *případná změna práv spojená s akcemi či jiným cenným papírem přijatým k obchodování na trhu,*
- *informace o přijatých půjčkách, úvěrech či nové emisi,*
- *návrh změny stanov či rozhodnutí o snížení či zvýšení základního kapitálu,*
- *oznamování podílů na hlasovacích právech emitenta,*
- *dojde-li ke změně, pak celkový počet hlasovacích práv a výše základního kapitálu.*

---

<sup>120</sup> Ustanovení § 119a odst. 1 písm. a) a b) ZPKT.

Ve stejném zákonu došlo také k částečné transpozici směrnice o zneužívání trhu (ustanovení § 124 a násl. ZPKT). Zákon tedy dále ukládá emitentovi, aby zveřejňoval vnitřní informace, které se ho týkají, a stejně tak zakládá povinnost osob zastávajících řídicí a obdobné funkce ve společnosti (manažeři) nebo osob jim blízkých, aby příslušnému regulátorovi oznámili jakoukoliv soukromou transakci týkající se investičních nástrojů emitenta, ČNB následně všechna tato oznámení zveřejňuje.<sup>121</sup>

Česká národní banka v souvislosti s informačními a oznamovacími povinnostmi emitentů kótovaných cenných papírů zřídila systém s názvem *Centrální úložiště regulovaných informací*, kde publikuje veškeré informace zveřejněné a oznámené jednotlivými společnostmi, stejně tak jako i dalšími osobami, týkající se investičních nástrojů a emitentů. Povinnost na zpřístupnění zveřejňovaných informací byla ČNB založena implementací<sup>122</sup> směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Na tomto místě však musím zdůraznit, že přestože se jedná o centrální úložiště vedené regulátorem trhu, nezbavuje to nikterak emitenty povinnosti tyto povinné údaje zveřejnit v souladu s ustanovením § 127 odst. 1 a 2 ZPKT.<sup>123</sup>

#### **4. 7. Ekonomické dopady primární emise**

Důvodů, proč se společnost rozhodne zvýšit svůj základní kapitál a veřejně nabídnout své akcie na kapitálovém trhu, může být hned několik – mezi ty hlavní patří snížení zadlužení, současně také rozložení rizika mezi co největší množství subjektů (akcionářů), finanční exit stávajících vlastníků, zvýšení kredibility společnosti a mimo jiné i růst hodnoty společnosti a v neposlední řadě prestiž.

---

<sup>121</sup> Ust. § 125 odst. 5 ZPKT.

<sup>122</sup> Ust. § 127a odst. 1 ZPKT.

<sup>123</sup> *Centrální úložiště regulovaných informací*. In: Česká národní banka [online]. Neuvedeno [cit. 5. 2. 2017]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/informace\\_zverejnovane\\_emitenty/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/informace_zverejnovane_emitenty/)

Nicméně hlavní motivací, v případě úspěšné emise, je pro společnost získání nemalého objemu finančních prostředků, s nimiž bude mít možnost financovat své současné aktivity nebo budoucí rozvoj společnosti jinou formou, než úvěrovou metodou. Při prvotní veřejné nabídce dochází k vydání nových akcií a navýšení základního kapitálu, lze se však také setkat s prodejem části akcií ve vlastnictví původních akcionářů. Běžně se jedná o kombinaci obou možností.

Neméně důležitým pozitivem primární nabídky akcií společnosti je i dříve zmíněné zvýšení likvidity již emitovaných akcií. Akcie soukromé společnosti jsou zpravidla jen velmi těžko zpeněžitelné, kdežto akcie, s nimiž se veřejně obchoduje, jsou, až na výjimky, velmi likvidní. Pro zajímavost bych rád uvedl, že například v prospektu jednoho z největších IPO v historii, a to americké společnosti Facebook, která v polovině roku 2012 uvedla akcie své společnosti na trh NASDAQ<sup>124</sup>, hovoří zakladatel společnosti o její IPO jako o *splnění závazku vůči investorům a zaměstnancům, jimž bylo slíbeno, že společnost vstoupí na burzu, aby se produkt, na kterém tak dlouho a usilovně pracovali, stal dostatečně likvidním.*<sup>125</sup>

Jedním z nejdůležitějších aspektů při úvahách o prvotní veřejné nabídce akcií společnosti jsou bezesporu náklady na celý proces. Veškeré ekonomické i personální náklady potřebné pro úspěšnou realizaci IPO by vydaly na samostatnou kapitolu práce, avšak pro rámcovou představu si přiblížíme pouze ty nejvýznamnější.

Náklady mohou být u různých společností zcela odlišné. Základními faktory pro určení jejich, alespoň přibližné výše, jsou;

- 1) *trh*, na kterém je IPO zamýšleno,
- 2) *způsob úpisu*, a
- 3) *celkový objem emise.*<sup>126</sup>

---

<sup>124</sup> Největší americký elektronický burzovní trh.

<sup>125</sup> Volný autorský překlad. In: TAULLI, Tom. *4 Reasons Companies Go Public*. In: [investorplace.com](http://investorplace.com) [online]. 9. 2. 2012 [cit. 5. 2. 2017]. Dostupné z: <http://www.investorplace.com/ipo-playbook/4-reasons-companies-go-public/#.VuxLuGPNDhh>

<sup>126</sup> JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

Ekonomické náklady nevznikají pouze v souvislosti s jednotlivými fázemi primární emise, ale rovněž ve fázi post-listingové, kdy je již s akcemi obchodováno na sekundárním trhu. Mezi výdaje, bez nichž není prakticky možné IPO provést, patří zejména náklady na manažera emise, jehož odměna je však převážně tvořena v návaznosti na výslednou úspěšnost celé emise, dále pak interní provozní náklady vzniklé v souvislosti s přípravou prospektu, přechodem na účetní standardy, změny v řídicích procesech společnosti, due dilligence a netřeba zapomínat na poměrně vysoký marketingový budget. Značná suma je v celém procesu vynaložena také na palmáře advokátů, auditory a další specialisty, již se podílejí na přípravné i realizační fázi prvotní veřejné nabídky. V případě IPO na zahraničních trzích je potřeba započítat poplatky, které jsou odváděny organizátorům burzovním trhu<sup>127</sup>.

Jakmile jsou akcie emitenta přijaty k obchodování, vznikají společnosti další náklady spojené zejména s dodržováním zákonných informačních povinností, řádnou komunikací směrem k často roztržštěné akcionářské struktuře, plnění různých regulačních nařízeních, jež plně dopadají na veřejně obchodované společnosti a tak dále.

Celkové náklady na IPO není možné paušalizovat, natož přesně vyčíslit. Z velké části se navíc odvíjejí a jsou závislé na celkovém objemu emise. Přesto lze alespoň tyto náklady aproximovat. Pro zajímavost proto uvádím srovnání nákladů na IPO ve Spojených státech, ve Velké Británii a v České republice. Náklady jsou vyjádřeny v procentuálním poměru k objemu celé emise (tabulka č. 1).

<b>Spojené státy americké (NASDAQ, NYSE)</b>	6,2–7,4 % z objemu emise
<b>Velká Británie (LSE)</b>	3,3–3,8% z objemu emise
<b>Česká republika (PSE)</b>	3,2–3,6% z objemu emise

Tabulka č. 1 – odhad nákladů na IPO při vstupu na jednotlivé trhy<sup>128</sup>

<sup>127</sup> V podmínkách českého kapitálového trhu jsou tyto náklady minimální.

<sup>128</sup> Zdroj: OXERA: The cost of raising capital: An international comparison. London, 2006. s. 4.

Při pohledu na tabulku se nabízí velmi zajímavé srovnání nákladnosti IPO na newyorské či londýnské burze. Prestiž obou kapitálových trhů lze označit jako srovnatelnou, navíc se na nich pohybují podobní investoři, přesto jsou náklady na IPO na území USA téměř dvojnásobné. Důvodem je především velmi silná regulace ze strany americké SEC (*Securities and Exchange Commission*), náročné zákonné požadavky a velké transakční náklady při propagaci IPO a přesvědčování amerických investorů.

Nejčastěji udávaná výše vedlejších nákladů na primární emisi (tj. roadshow, vyhotovení prospektu, poradenskou činnost externích spolupracujících subjektů, následný reporting a další), při vstupu na trhy v zemích střední a východní Evropy, se pohybuje v rozmezí 600 000 až 900 000 EUR. Následné náklady spojené pak přímo s vlastním obchodováním na burze, obzvláště plnění informačních povinností, jsou již velmi individuální a je těžké je zevšeobecnit, neboť se vždy odvíjí od podmínek stanovených organizátorem příslušného trhu a od objemu provedených transakcí s akciemi konkrétní společnosti. Nejen odborníci, ale především společnosti, při celkovém hodnocení nákladů, uvádějí, že náklady na získání kapitálu formou veřejné nabídky akcií se pohybují ve výši 13 až 22% z celkového objemu emise.

Jak můžeme vidět na ukázkových číslech i na rozpětí finančních nároků na primární emisi, je zřejmé, že se nejedná o levnou formu získání potřebného kapitálu, ba naopak. Společnosti, které mají stabilní cashflow (a neměli by tudíž mít problém dosáhnout výhodné úvěry od bankovních institucí) a potřebují získat finanční prostředky na další rozvoj, by měly velmi dobře zvážit, zdali je pro tento účel IPO vhodným řešením.

## 4. 8. Shrnutí

V této kapitole jsme detailně prozkoumali celý proces prvotní veřejné nabídky akcií z pohledu emitenta a jako modelový trh pro nezbytná konkrétní přirovnání použili Burzu cenných papírů Praha, neboť jsem toho názoru, že se jedná o praktickou ukázkou fungování v českých reáliích a navíc lze obdobný postup spatřovat v praxi na trzích v ostatních členských státech Evropské unie. Díky důsledné harmonizaci právních předpisů v oblasti kapitálových trhů jsou požadavky vstupu na trhy v jiných členských zemích prakticky totožné, což je také jedním z důvodů, proč v současné době spousta emitentů volí možnost duální kotace svých cenných papírů na více trzích najednou.

Celý proces prvotní veřejné nabídky je poměrně náročný, zdlouhavý a také nákladný, což jsem se pokusil demonstrovat stručným představením ekonomické stránky celého procesu pro akciovou společnost.

Jak již bylo avizováno na začátku této kapitoly, následovat bude část, která se věnuje přehledu jednotlivých trhů, na kterých mohou společnosti své cenné papíry nabízet a konkrétním specifikům, na které je potřeba se zaměřit při výběru toho nejvhodnějšího pro prvotní veřejnou nabídku. Já osobně, považuji výběr trhu za klíčový aspekt, který může rozhodovat o výsledné úspěšnosti celé emise.

## 5. Trhy pro IPO

Kapitálový trh můžeme dělit dle nesčetného množství různých hledisek, ať už se jedná o investiční instrumenty, s kterými je na něm obchodováno, teritoriální dělení až po členění dle časového rozdílu mezi uzavřením obchodu a jeho skutečnou realizací.<sup>129</sup> Na začátku jsme si již řekli, že pro účely prvotní veřejné nabídky akcií společnosti je pro nás nejdůležitější dělení na kapitálový trh *primární* (zde jsou akcie poprvé nabízeny) a *sekundární* (na němž se s akciemi následně obchoduje) a jelikož účelem IPO je nejen získání kapitálu pro společnost, ale rovněž počátek obchodování s akciemi společnosti na trhu, můžeme za určité vyvrcholení IPO označit přijetí akcií k obchodování na trhu.

Existuje několik forem sekundárních trhů, na které mohou být akcie přijaty, a vhodná volba tohoto trhu se pak nemalou měrou odráží v úspěšnosti celé emise. Základním kritériem je míra institucionalizace, přičemž základní rozdělení může vypadat následujícím způsobem:

- 1) trhy *organizované*, které lze dále dělit na trhy:
  - a. *burzovní*
  - b. *mimoburzovní*
- 2) trhy *neorganizované*

Při veřejné nabídce je zcela na emitentovi, na který z trhů podá žádost o přijetí k obchodování. Na neorganizované trhy jsou přijaty ty akcie, které splňují alespoň podmínky stanovené provozovatelem trhu, respektive stranami obchodu.<sup>130</sup> Snahou těchto trhů je co nejvíce vyhovět emitentům a zároveň zajistit *dostatečnou* likviditu, jež je pro investory klíčová. Neorganizovanost tohoto trhu se pak promítá v tom, že neexistuje žádný (hlavní) subjekt, který garantuje průběh a provedení obchodu.

---

<sup>129</sup> PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional publishing, 2003, 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>130</sup> Burza cenných papírů Praha. *IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 12. 11. 2014 [cit. 5. 2. 2017]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>



Podmínky takového obchodu jsou tedy pouze na obchodníkovi (popř. prodejci) a investorovi. Často se na takovémto trhu vyskytují tituly, jež (by) organizátor z určitého důvodu odmítnul přijmout k obchodování na svém trhu.<sup>131</sup>

Někdy bývá neorganizovaný trh, v rámci dělení, označován jako *neregulovaný* (a organizovaný trh pak jako *regulovaný*), avšak v užívání tohoto výrazu třeba mít na paměti, že i neorganizovaný (neregulovaný, chcete-li) trh ve své podstatě podléhá regulaci – ať už regulaci obecných právních norem či je uskutečňován v mezích podmínek vytyčených stranami transakcí. Nicméně časté označení regulovaný trh, v případě trhu organizovaného, vnímám jako akcent na výslovnou zákonnou úpravu těchto trhů ze strany evropské, potažmo i národní legislativy. Co se týká terminologie, je možné se setkat také s názorem, že mimoburzovní trh je považován za trh neregulovaný, popř. OTC<sup>132</sup> trh. Tomuto označování se však doporučuji vyhnout, neboť v zájmu ochrany investorů a fungování kapitálového trhu v rámci Evropské unie, zejména po přijetí MiFID II, jsou aktivity i transakce na mimoburzovních trzích předmětem společné regulace unijního zákonodárství, stejně tak jako trhy burzovní.

## 5. 1. Burzovní vs. mimoburzovní trhy

Pro účely primární emise nás tedy zajímají obecně trhy regulované. Normativní definici regulovaných trhů nám poskytne čl. 4 bod 1. čísl 14) směrnice MiFID, kde je stanoveno, že regulovaným trhem se rozumí „*mnohostranný systém, který provozuje nebo řídí organizátor trhu a který sdružuje nebo umožňuje sdružování početných zájmů třetích osob na nákupu či prodeji finančních nástrojů, uvnitř systému a v souladu s pevně stanovenými pravidly, způsobem, jenž vede k uzavření smlouvy týkající se finančních nástrojů přijatých k obchodování podle jeho pravidel nebo systémů, a který má povolení a funguje pravidelně a v souladu s hlavou III.*“<sup>133</sup>

---

<sup>131</sup> PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional publishing, 2003, 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

<sup>132</sup> Over-the-counter, dle mého až zbytečně pejorativní označení obchodování „mimo“ či „přes přepážku“.

<sup>133</sup> Směrnice Evropské parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004, o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a rady

V českém právním řádu nalezneme vymezení regulovaného trhu, stejně tak jako podmínky pro přijetí investičního nástroje (v našem případě akcií společnosti) k obchodování na takovémto trhu v druhé hlavě zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Regulovaný trh je vyjádřen v ustanovení § 55 ZPKT jako trh „s investičními nástroji organizovaný organizátorem regulovaného trhu v souladu s povolením České národní banky, na kterém se obchoduje pravidelně a který má stanovená pravidla pro přijímání investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu, pravidla obchodování na regulovaném trhu a pravidla přístupu na regulovaný trh, která jsou v souladu s tímto zákonem.“

Z uvedených citací směrnice i zákona je zřejmé, že je potřeba, aby byl organizovaný, resp. regulovaný trh zastřešován *konkrétním subjektem*, jemuž je pro tuto činnost navíc vydána příslušná licence dohledovým orgánem – ať už se jedná o národní banku jako v případě ČR nebo samostatný regulační orgán jako například v Polsku. Takto organizovaný trh si můžeme, jak již bylo předesláno, rozdělit ještě na trh *burzovní* a *mimoburzovní*. Zásadní rozdíl mezi těmito trhy spatřuji v určité rigiditě organizace a obchodování na nich. Obecně lze burzu cenných papírů označit jako vysoce organizovanou formu trhu, kdy obchodování s jednotlivými cennými papíry podléhá poměrně přísným a specifickým regulacím – stejně tak, jako přijetí cenného papíru k obchodování na burzovním trhu. Pro představu uvádím požadavky Burzy cenných papírů Praha, jediného organizátora burzovního trhu v České republice, pro přijetí emise cenných papírů na svůj prime market:

- tržní kapitalizace emisí 1 000 000 EUR,
- část emise, která je rozptýlena mezi veřejnost, alespoň 25 %<sup>134</sup> (případně existuje jiná garance bezproblémového obchodování),
- doba podnikatelské činnosti nejméně 3 roky,
- připravenost sdílet informace,

---

2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS. In: Úř. věst. L 145, 30. 4. 2004, s. 1) [online]. Neuvedeno [cit. 6. 2. 2017]. Dostupné z:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20110104:CS:PDF>

<sup>134</sup> Často bývá označováno jako tzv. free float.

- transparentní struktura a finanční toky ve společnosti,
- jasně definované plány, cíle, strategie a definice měřitelných ukazatelů jejich plnění,
- účetnictví vycházející z mezinárodních účetních standardů,
- ambiciózní a profesionální management<sup>135</sup>.

Jedná se samozřejmě o požadavky nad rámec zákona, jež si stanovuje sám organizátor trhu a ponechává svým orgánům možnost zvážit jednotlivá kritéria a kvalifikovaně se rozhodnout, zda daný titul k obchodování přijme či nikoliv.

Jedním z výrazných znaků burzovních trhů je *exkluzivita členství*, tedy že obchodovat na nich mohou pouze členové konkrétního burzovního trhu. Členství je uděleno organizátorem v případě splnění předem daných a jasně formulovaných podmínek. Tito členové pak dále fungují jako zprostředkovatelé (tzv. *brokeři* či *makléři*) jednotlivých obchodů, ke kterým v rámci burzovního trhu dochází. Na druhé straně je trh mimoburzovní, jenž plní určitou doplňkovou funkci, k obchodování jsou přijímány i cenné papíry společností nespĺňujících často velmi přísné burzovní nároky. Přesto by byla chyba považovat mimoburzovní trhy za okrajové či nevýznamné, často právě tyto trhy mají mnohem větší objem obchodování, než trhy burzovní. Jedním z nejznámějších mimoburzovních trhů je americký NASDAQ (New York)<sup>136</sup>, který si popularitu získal zejména v 80. letech, kdy na tomto trhu kótovaly své akcie největší technologické společnosti světa<sup>137</sup>, mimo jiné právě proto, že nebyly ve své době s to splnit požadavky standardních burzovních trhů.

Původně se mimoburzovní trhy odlišovaly od standardních burzovních trhů tím, že docházelo k obchodování po telefonu, nikoliv na burzovním parketu. S postupem času se mimoburzovní transakce v rámci organizovaného trhu přesunuly na internet a

---

<sup>135</sup> Burza cenných papírů Praha. *IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 12. 11. 2014 [cit. 5. 2. 2017]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

<sup>136</sup> Nasdaq Stock Market, pro více informací viz [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com).

<sup>137</sup> Namátkou lze jmenovat např. Apple, Google, Microsoft, Yahoo!, Oracle, Intel a mnoho dalších. In: NASDAQ: NASDAQ Companies [online]. Aktualizováno 2017 [cit. 6. 2. 2017]. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ>

staly se z nich ryze elektronické platformy – tou je právě například zmiňovaný NASDAQ. Ovšem aby si klasické burzy zachovaly svou konkurenceschopnost, přešli jejich organizátoři postupně na elektronické systémy, pomocí nichž obchodování probíhá téměř identicky s průběhem na mimoburzovních trzích a přestože jsou dnes, zejména co se procesu a technologické systematiky obchodování týká, rozdíly mezi burzovním a mimoburzovním trhem minimální, zůstala u většiny burzovních trhů opodstatněná prestiž, exkluzivita členství a často výrazně přísnější podmínky pro přijetí titulů.

## **5. 2. Volba správného trhu**

Každý emitent, ať už sám nebo společně s manažerem emise, se musí rozhodnout pro svůj cílový trh nejen z hlediska teritoriality, ale také právě zdali podá žádost o přijetí svých akcií k obchodování na burzovní či mimoburzovní trh. Vzhledem ke konkrétním specifikům, výhodám i nevýhodám obou variant neexistuje obecná rada pro emitenty, který z těchto trhů zvolit. Důležitou roli hraje obor podnikání, stejně tak jako i historie společnosti chystající se emitovat své akcie, dále je potřeba být přesvědčen o dostatečném množství investorů pohybujících se na trhu a v neposlední řadě také renomé, jež k trhu náleží. Dovolím si uvést příklad; pokud bych zvažoval IPO mladé technologické společnosti, která se rozhodla jít na regulovaný trh pro kapitál potřebný k velké expanzi, raději než žádat o pomoc individuální investory, mnohem větší šanci na úspěšnou emisi bych spatřoval například v mimoburzovním trhu Tradepoint ve Velké Británii, než například na hlavním burzovním trhu ve Vídni. Nehledě na to, že mladá technologická společnost nutně potřebuje finance, které jí primární emise přinese spíše, než samotnou prestiž svého listingu. A vice versa, pokud bychom se bavili o veřejné nabídce akcií tradičního pivovaru, se staletou historií, signifikantním podílem na trhu a stabilním růstem, bude pro takovou společnost mnohem lákavější a výhodnější kótovat své akcie na frankfurtském prime marketu (DAX) ve „společnosti“ ostatních tradičních titul a mimo získané finance (popř. umožnění finančního exit majitelů současných akcií) společnost upevní a potvrdí, zejména marketingově, svou pozici na trhu.

Z výše uvedeného vyplývá, že neexistuje jednoduchá rada, který z trhů zvolit a je zcela jistě důležité věnovat tomuto rozhodnutí z pohledu společnosti velkou pozornost, a opět zdůrazním, že právě správná volba trhu je klíčovým faktorem pro úspěch IPO.

V následující kapitole se zaměřím na problematiku stěžejního dokumentu primární emise – prospektu cenného papíru - a to zejména ve světle zákona o podnikání na kapitálovém trhu za současného užití evropské legislativy.

## 6. Prospekt a jeho úloha ve veřejné nabídce

Nejen z právního, ale rovněž z ekonomického pohledu, je prospekt cenného papíru klíčovým dokumentem celé emise a nezbytným předpokladem pro přijetí cenných papírů, resp. akcií k obchodování na veřejném trhu. Dovolím si tvrdit, že prospekt můžeme považovat za jeden z mála *zákonných požadavků kladených na emitenta* v rámci celého procesu IPO. Vedle obsahových náležitostí prospektu je dále zákonem stanovena povinnost jeho řádného uveřejnění (§ 35 ZPKT), ustanovení týkající se propagace prospektu (§ 36k odst. 1 a 2 ZPKT) a požadavek na zajištění rovného zacházení (§ 36k odst. 3 ZPKT)<sup>138</sup>.

Vzhledem ke sbíhající evropské úpravě prospektu bude pro naše účely dostačující analyzovat zákonné a obsahové požadavky při jeho tvorbě a zveřejnění v souvislosti s národní legislativou.

Před tím, než vstoupila v platnost směrnice o prospektu<sup>139</sup>, řídili se emitenti při vyhotovování a následné propagaci prospektu pouze vnitrostátními právními předpisy<sup>140</sup>. Směrnice o prospektu však nově sjednotila národní úpravy týkající se obsahových náležitostí prospektu, jeho schvalování, uznávání a nakládání s tímto dokumentem. Jednotné požadavky na prospekt ocenili zejména emitenti, kterým komunitární úprava rázem umožnila jednoduše provést a nabídnout svou emisi na více evropských trzích současně za minimální transakční náklady, čímž směrnice zavádí do

---

<sup>138</sup> HUSTÁK; a KOL. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

<sup>139</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/71/ES, později významně novelizována směrnicí Evropského parlamentu a Rady č. 2010/73/EU. Touto novelizací došlo především ke snížení administrativní zátěže pro emitenty. In: Šovar, J. Úprava prospektu cenného papíru a veřejné nabídky investičních cenných papírů po očekávané novelizaci. *Obchodněprávní revue*, 2011, č. 5, s. 144.

<sup>140</sup> Zejména zákonem č. 591/1992 Sb., o cenných papírech a vyhláškou Ministerstva financí č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru, oba předpisy však byly zrušeny a nahrazeny – konkrétně zákonem č. 89/2012 Sb., občanským zákoníkem a zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

praxe *jednotný evropský pas* pro emitenty<sup>141</sup>, neboť díky unifikovaným požadavkům na prospekt se spustil ucelený mechanismus schvalování a především institut vzájemného uznávání prospektu napříč členskými státy Evropské unie. Toto ve své podstatě hodnotím velmi kladně, neboť nejenom, že to výrazně usnadnilo společnostem vstup na jiné trhy v rámci Unie, ale současně došlo ke zvýšení ochrany investorů a zajištění jejich informovanějšího rozhodování.

Jednotlivá ustanovení směrnice o prospektu byla transponována do druhé hlavy zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Pro pochopení struktury, procesu tvorby a následného zveřejnění prospektu bude postačovat, když se zaměříme na úpravu v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu a dále budeme vycházet z toho, že odlišnosti v jednotlivých právních řádech ostatních členských států Unie jsou takřka minimální.

## 6. 1. Náležitosti prospektu

Prospekt cenného papíru má sloužit jako dokument, jenž poskytne potenciálním investorům dostatečné informace pro tzv. *kvalifikované posouzení* nabízených cenných papírů (akcií) i samotného emitenta. Netřeba dodávat, že veškeré informace uvedené v prospektu musí být pravdivé, správné a úplné (viz ustanovení § 36b ZPKT).

Legální definici a vymezení náležitostí prospektu nám poskytne ustanovení § 36 odst. 1 a odst. 2 ZPKT<sup>142</sup>:

(1)

*„Prospekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je žádáno o přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu, nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a dluhů, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí osoby zaručující se za*

---

<sup>141</sup> ČECH, P. *Nová směrnice ES o prospektu*. Právní zpravodaj: měsíčník pro právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2004, č. 3. ISSN 1212-8694, s. 8.

<sup>142</sup> Do tohoto ustanovení je promítnuto znění nařízení (ES) č. 809/2004.

*splacení cenných papírů (dále jen "ručitel"). Prospekt musí být formulován srozumitelně, způsobem umožňujícím snadnou analýzu.* <sup>143</sup>

(2)

*„Prospekt obsahuje údaje o emitentovi a cenném papíru, který má být veřejně nabízen nebo přijat k obchodování na evropském regulovaném trhu, a shrnutí prospektu. (...)*“<sup>144</sup>

Zde pouze zdůrazním slovní spojení uvedené v prvním odstavci, a to *veškeré údaje*, kdy se jedná zejména o podrobné ekonomické informace o nabízených akcích, o emitentovi a jeho finanční situaci (převážně za poslední 3 roky) a taktéž o jeho obchodních plánech a aktivitách do budoucna. Všechny tyto informace by měly být ve své podstatě relevantní pro investory tak, aby byli schopni učinit co nejinformovanější rozhodnutí, zda budou mít o upisované akcie společnosti zájem či nikoliv. Valná část informací zahrnutá do prospektu je zjištěna a vychází z provedeného due dilligence.

V souladu se zněním ustanovení § 36 odst. 4 ZPKT lze údaje v prospektu taktéž uvést odkazem na jeden či více dokumentů, avšak pouze v případě, že tyto dokumenty již byly schváleny dohledovým orgánem (Českou národní bankou), případně také jsou-li v již běžícím schvalovacím procesu. Prospekt musí vždy obsahovat odkazy pouze na nejaktuálnější dokumenty, které musí být zároveň dostupné po celou dobu uveřejnění prospektu.

V určitých případech může ČNB povolit zúžení prospektu o některé náležitosti, v souladu s ustanovením § 36e ZPKT, ale musí být zachována podmínka, že prospekt nebude za žádných okolností klamavý. Jedná se pak o náležitosti:

- a) které nejsou podstatné pro účely veřejné nabídky, pro přijetí na trh a pro posouzení ekonomické situace emitenta (...);*
- b) jejichž uveřejnění by bylo v rozporu s veřejným zájmem;*

---

<sup>143</sup> Ustanovení § 36 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění. In: Sbíрка zákonů. 14. duben 2004.

<sup>144</sup> Ustanovení § 36 odst. 2 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, v platném znění. In: Sbíрка zákonů. 14. duben 2004.



c) jejichž uveřejnění by mohlo významně poškodit emitenta a jejichž neuveřejnění neuvede veřejnost v omyl ohledně nabízených cenných papírů a emitenta (...) <sup>145</sup>.

Navazující části prospektu se věnují již samotným cenným papírům a procesu jejich upisování.

*Shrnutí prospektu* je další zákonem stanovenou a povinnou náležitostí každého prospektu cenného papíru, přičemž obsahem by měla být zejména základní charakteristika emitenta a rizik s ním (resp. s jeho akciemi) spojených. Ustanovení § 36 odst. 5 ZPKT blíže rozvádí, že se jedná o *strukturovaný, stručný a srozumitelný dokument* ve stejném jazyce, ve kterém byl vyhotoven samotný prospekt. Zákon dále stanovuje, že shrnutí prospektu musí obsahovat:

a) upozornění na to, že:

- 1. toto shrnutí představuje úvod k prospektu,*
- 2. rozhodnutí investovat do cenných papírů by mělo být založeno na tom, že investor zváží prospekt jako celek,*
- 3. v případě, kdy je u soudu vznesena žaloba, týkající se údajů uvedených v prospektu, může být žalující investor povinen nést náklady na překlad prospektu, vynaložené před zahájením soudního řízení, nebude-li v souladu s právními předpisy stanoveno jinak, a*
- 4. osoba, která vyhotovila shrnutí prospektu včetně jeho překladu, je odpovědná za správnost údajů ve shrnutí prospektu pouze v případě, že je shrnutí prospektu zavádějící nebo nepřesné při společném výkladu s ostatními částmi prospektu, nebo že shrnutí prospektu při společném výkladu s ostatními částmi prospektu neobsahuje informace uvedené v odstavci 5 písm. b), a*

b) strukturovaný přehled informací nezbytných k posouzení povahy cenného papíru a rizik s ním spojených tak, aby na jejich základě a při zvážení prospektu

---

<sup>145</sup> Viz ustanovení § 36e písm a), b) a c) ZPKT.

jako celku mohl adresát nabídky usoudit, zda je cenný papír pro něj vhodný; tento přehled obsahuje alespoň:

- 1. stručnou charakteristiku emitenta cenného papíru a případného ručitele, včetně rizik spojených s majetkem, závazky a finanční situací těchto osob,*
- 2. stručný popis podstatných rizik emitenta cenného papíru a případného ručitele,*
- 3. stručný popis podstatných rizik souvisejících s investicí do daného cenného papíru, základní charakteristiku investice do tohoto cenného papíru a popis práv spojených s tímto cenným papírem,*
- 4. v případě, že se jedná o shrnutí prospektu vydávané v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů, rovněž důvody veřejné nabídky, způsob, jakým emitent nebo osoba činící veřejnou nabídku použije výnosy veřejné nabídky, a obecné podmínky veřejné nabídky, včetně odhadů výše poplatků spojených s nabytím cenných papírů, které jsou předmětem veřejné nabídky, a*
- 5. v případě, že se jedná o shrnutí prospektu vydávané v souvislosti s přijetím cenného papíru k obchodování na evropském regulovaném trhu, podrobnosti o přijetí k obchodování na evropském regulovaném trhu včetně odhadů výše poplatků spojených s nabytím cenných papírů, které mají být přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu.<sup>146</sup>*

Všechny náležitosti prospektu, týkající se jednotlivých druhů cenných papírů a dalších, jsou upraveny v nařízení Komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů (dále jen „nařízení o prospektu“). Zákon o podnikání na kapitálovém trhu konkrétní obsahová specifika prospektu neupravuje, neboť toto nařízení je prováděcím aktem směrnice o prospektu a je tím přímo aplikovatelné ve všech členských státech Evropské unie.

---

<sup>146</sup> Ustanovení § 36 odst. 5 písm. a) a b) ZPKT.

Již dříve bylo konstatováno, že prospekt lze vyhotovit jako dokument jednotný či dokument složený ze samostatných částí. Těmito jednotlivými částmi jsou:

- 1) *registrační dokument,*
- 2) *doklad o cenném papíru,*
- 3) *shrnutí prospektu.*

*Registrační dokument* obsahuje základní informace o emitentovi – emitent, jenž má registrační dokument již vypracovaný, a který je platný (tj. byl v předcházejících 12 měsících schválen dohledovým orgánem), jej může použít a vyhotoví dodatečně pouze doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu.<sup>147</sup>

*Doklad o cenném papíru* poskytuje údaje o nabízeném cenném papíru, který je buď již oficiálně nabízen nebo má být přijat k obchodování na evropském kapitálovém trhu – jedná se zejména o informace o druhu, formě, počtu kusů cenných papírů, dále ISIN (identifikační označení cenného papíru) a celkové nominální hodnotě emise a rovněž informace o dividendách, způsobu převodu a emisním kurzu akcie. V neposlední řadě by měl také uvádět informace o úpisu a postupu při veřejné nabídce, spolu s lhůtou stanovenou pro upisování.

V situacích, kdy je prospekt vyhotovován jako jednotný dokument, skládá se prospekt z následujících částí a v tomto pořadí:

1. *jasný a podrobný obsah;*
2. *souhrn uvedený v čl. 5 odst. 2 směrnice 2003/71/ES (údaje o emitentovi, údaje o nabízených cenných papírech a další – pozn. autora);*
3. *rizikové faktory spojené s emitentem a druhem cenného papíru v dané emisi;*
4. *jiné údaje zahrnuté do programů a modulů, podle nichž je prospekt sestavován.*<sup>148</sup>

---

<sup>147</sup> Viz ust. § 36 odst. 7 a 8 ZPKT.

<sup>148</sup> Článek 25 odst. 1 nařízení Komise (ES) č. 809/2004, o prospektu. Dostupné z:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:02004R0809-20130828>

Pokud se sestavuje prospekt jako složený dokument, pak je pořadí údajů obsažených v registračním dokumentu i dokladu o cenném papíru následující:

- 1. jasný a podrobný obsah;*
- 2. podle potřeby rizikové faktory spojené s emitentem a druhem cenného papíru v dané emisi;*
- 3. jiné údaje zahrnuté do programů a modulů, podle nichž je prospekt sestavován.<sup>149</sup>*

Identifikovat konkrétní rizika, která je třeba v prospektu uvést, má za úkol ten, kdo prospektu vyhotovuje. Mělo by se jednat zejména o rizika spojená s korporátní strukturou emitenta, jeho finanční situací (například upozornit na vysoké či zvyšující se debt-equity ratio<sup>150</sup>), současný i předpokládaný vývoj v podnikatelském odvětví emitující společnosti, vymezení relevantní konkurence, zhodnocení rizikovosti plánovaných akvizic a investic ze strany společnosti a mnohé další. Osobně považuji pasáž věnující se rizikům, spolu s čistě ekonomickými údaji, za nejdůležitější část prospektu cenného papíru, a to zejména z toho důvodu, že nejen samotná rizika, ale právě míra určité sebereflexe společnosti v případě identifikování a vymezení uvedených rizik včetně návrhu jejich zmírnění je pro mě více než dostatečně kvalitním indikátorem důvěryhodnosti a spolehlivosti emitenta, na základě kterého mohou investoři činit kvalifikovaná rozhodnutí o investici do nabízených cenných papírů.

## **6. 2. Vyhotovení prospektu**

Na základě ustanovení § 36 odst. 6 ZPKT, vyhotovuje prospekt buď sám emitent, nebo osoba, která má v úmyslu veřejně nabízet cenné papíry, popř. jež žádá o přijetí cenných papírů k obchodování na evropském regulovaném trhu (manažer emise) či přímo organizátor trhu, jenž má v úmyslu cenné papíry na svůj trh k obchodování

---

<sup>149</sup> Článek 25 odst. 2 nařízení o prospektu.

<sup>150</sup> Neboli podíl dluhů na vlastním kapitálu. Obecně je přijímán názor, že čím vyšší je poměr dluhů na kapitálu společnosti, tím rizikovější je investice do aktiv tohoto emitenta.

přijmout. V případě, že je těchto osob více, vyhotovují prospekt společně, pokud je jednou z těchto osob emitent, vyhotovuje prospekt emitent.

Za obsah, správnost i za úplnost údajů uvedených v prospektu je dle zákona, konkrétně dle ustanovení § 36b odst. 1 ZPKT, odpovědná osoba, jež prospekt vyhotovila, případně spolu s ní i ručitel, je-li v prospektu uveden a pokud se za správnost údajů zaručil. V prospektu musí být odpovědná osoba<sup>151</sup> uvedena, a to současně spolu s prohlášením, že údaje v prospektu jsou správné a že v něm nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam prospektu.<sup>152</sup>

### **6. 3. Schvalování prospektu a jeho uveřejnění**

Prospekt lze připravit jako tzv. *základní prospekt*, tedy prospekt, který nemusí obsahovat konečné podmínky vztahující se k jednotlivým emisím cenného papíru splňujícím požadavky vyjmenované v ustanovení § 36a odst. 1 písm. a) a b) ZPKT.

Ustanovení § 36c ZPKT stanoví, že prospekt schvaluje Česká národní banka na žádost osoby, která prospekt vyhotovila. Další podmínky jsou uvedeny v navazujících odstavcích ustanovení § 36c ZPKT. V ustanovení § 36g ZPKT je pak určeno, že prospekt musí být vyhotoven v českém jazyce, pokud Česká národní banka schvaluje prospekt pro účely veřejné nabídky v České republice.<sup>153</sup>

Jakmile je tedy prospekt dokončen, je zapotřebí zaslat jej příslušnému regulátorovi, České národní bance, spolu se žádostí o schválení prospektu, čím se zahajuje schvalovací řízení. Přílohou žádosti jsou dva výtisky návrhu prospektu, a v případě emitenta, jehož cenné papíry jsou již přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu či již veřejně cenné papíry nabízel, rovněž tyto doklady (dle ust. § 36c odst. 6 písm. b) s odkazem na ust. § 36c odst. 5 ZPKT).

---

<sup>151</sup> Pokud vyhotovovalo prospekt více osob společně, pak odpovídá za obsah prospektu každá z těchto osob.

<sup>152</sup> Srov. ustanovení § 36b odst. 1 a 2 ZPKT.

<sup>153</sup> Srov. ustanovení § 36g odst. 1 ZPKT.

Jedná-li se o proces IPO, tedy o proces *prvotní* veřejné nabídky cenných papírů, má ČNB lhůtu na schválení prospektu v délce 20 pracovních dnů. Česká národní banka požádá o doplnění prospektu, jsou-li předložené dokumenty neúplné nebo je-li nutné doplnit další údaje. Lhůta pro vydání rozhodnutí počíná běžet znovu ode dne, kdy ČNB obdrží požadovaná doplnění.<sup>154</sup>

Česká národní banka může schválit i prospekt, v němž některé údaje chybí. Předběžný prospekt musí v takovém případě obsahovat informace alespoň o tom, jak budou chybějící údaje doplněny – jedná se nejčastěji o chybějící informaci o emisním kurzu, který je standardně v praxi stanoven až v pozdějších fázích, zejména na základě poptávky na trhu.

Vyjdou-li najevo *nové skutečnosti* týkající se emise nebo se stávající skutečnosti *podstatně změni*, popřípadě vyjde-li najevo *významně nepřesný* údaj (např. v případě změny celkového objemu, úpravy emisního kurzu a jiných), lze jej doplnit do prospektu v průběhu schvalovacího procesu nebo je uveřejnit až jako součást konečného prospektu – v dodatku prospektu.<sup>155</sup> V případě dodatku pak zákon, konkrétně ustanovení § 36j ZPKT, výslovně stanovuje, že emitent je povinen nechat vypracovaný dodatek schválit Českou národní bankou, a v případě, že dojde k jeho schválení, pak takovýto dodatek uveřejnit stejným způsobem, jakým byl uveřejněn samotný prospekt cenného papíru.

Na schválení dodatku poskytuje zákon České národní bance lhůtu v délce 7 pracovních dnů. V této souvislosti považuji za nezbytné zdůraznit, že pokud investor, jenž cenné papíry společnosti již zakoupil (tedy před uveřejněním schváleného dodatku), a to pouze na základě původního prospektu, je oprávněn odstoupit od koupě, respektive úpisu *do dvou pracovních dnů* po dni uveřejnění dodatku prospektu cenného papíru, pokud do té chvíle nenabyl k cenným papírům vlastnické právo. Lhůtu stanovenou pro možnost odstoupení od koupě může emitující společnost přímo v dodatku prodloužit.<sup>156</sup>

---

<sup>154</sup> Ustanovení § 36c odst. 7 ZPKT.

<sup>155</sup> Srov. ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1. s. 136.

<sup>156</sup> Viz ust. § 36j odst. 1, 3 a 4 ZPKT.

Obecně je uveřejnění prospektu povinností pro osoby, které plánují veřejně nabízet své investiční cenné papíry. Uveřejnit prospekt jsou povinny nejpozději na začátku veřejné nabídky. Výjimky z publikační povinnosti prospektu jsou stanoveny v ustanovení § 35 odst. 4 ZPKT, jedná-li se o veřejnou nabídku:

*a) cenných papírů nabízených v souvislosti s nabídkou převzetí výměnou za jiné cenné papíry, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument, o kterém rozhodne Česká národní banka, že obsahuje údaje rovnocenné údajům v prospektu; jestliže Česká národní banka neodešle emitentovi do 15 pracovních dnů ode dne doručení dokumentu rozhodnutí o tomto dokumentu, platí, že údaje považuje za rovnocenné údajům v prospektu; pokud je řízení o dokumentu přerušeno, tato lhůta neběží,*

*b) cenných papírů nabízených v souvislosti s fúzí, rozdělením nebo na základě schváleného reorganizačního plánu, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument, o kterém rozhodne Česká národní banka, že obsahuje údaje rovnocenné údajům v prospektu; jestliže Česká národní banka neodešle emitentovi do 15 pracovních dnů ode dne doručení dokumentu rozhodnutí o tomto dokumentu, platí, že údaje považuje za rovnocenné údajům v prospektu; pokud je řízení o dokumentu přerušeno, tato lhůta neběží,*

*c) akcií rozdělovaných jako forma dividendy, jde-li o akcie stejného druhu jako akcie, z nichž jsou takové nepeněžitě dividendy vypláceny, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument obsahující údaje o počtu a druhu akcií a důvody a podrobnosti nabídky,*

*d) cenných papírů vydaných a nabízených nebo přidělovaných současným nebo bývalým zaměstnancům nebo osobám s řídicí pravomocí jejich zaměstnavatelem nebo osobou ze stejné skupiny jako zaměstnavatel, pokud je doručen České národní bance a je k dispozici adresátům nabídky dokument obsahující údaje o počtu a druhu cenných papírů a důvody a podrobnosti nabídky, pokud jde o zaměstnavatele nebo osobu ze stejné skupiny jako zaměstnavatel,*

1. *se sídlem nebo skutečným sídlem v členském státě Evropské unie, nebo*
2. *se sídlem ve státě, který není členským státem Evropské unie, za předpokladu, že zaměstnavatel nebo osoba ze stejné skupiny jako zaměstnavatel vydává cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu nebo na trhu s cennými papíry se sídlem ve státě, který není členským státem Evropské unie, který Evropská komise uznala za srovnatelný s evropským regulovaným trhem (§ 35a),*

*e) akcií vydávaných výměnou za jiné již vydané akcie stejného druhu, pokud tím nedochází ke zvýšení základního kapitálu.<sup>157</sup>*

Jakmile je prospekt schválen, je nezbytné ho uveřejnit, a to bez zbytečného odkladu (ust. § 36h odst. 1 ZPKT) jedním nebo více způsoby, jež zákon umožňuje. Těmito způsoby jsou uveřejnění:

- a) na internetových stránkách emitenta nebo osoby, která požádala o přijetí investičního cenného papíru k obchodování bez souhlasu emitenta, nebo na internetových stránkách obchodníka s cennými papíry nebo osoby uvedené v § 24 odst. 5 nebo v § 28 odst. 6, pokud cenné papíry umísťuje nebo prodává,*
- b) v úplném znění v alespoň jednom celostátně distribuovaném deníku a současně způsobem podle písmene a),*
- c) v podobě brožury, která je bezplatně dostupná veřejnosti v sídle a provozovně organizátora regulovaného trhu, na kterém mají být cenné papíry přijaty k obchodování, nebo v sídle emitenta nebo v sídle osoby, která požádala o přijetí investičního cenného papíru k obchodování bez souhlasu emitenta, a v sídlech a provozovnách obchodníků s cennými papíry (...), kteří cenné papíry umísťují nebo prodávají, a současně způsobem podle písmene a),*
- d) na internetových stránkách organizátora regulovaného trhu, na kterém je žádáno o přijetí k obchodování, nebo který sám přijímá investiční cenný papír k obchodování, nebo*

---

<sup>157</sup> Ustanovení § 35 odst. 4 ZPKT.



*e) na internetových stránkách nabízejícího, pokud cenné papíry veřejně nabízí jiná osoba než emitent.*<sup>158</sup>

V případech, kdy se daný prospekt skládá z několika dokumentů či odkazů, lze tyto dokumenty uveřejnit a šířit samostatně, avšak způsoby uveřejnění (viz výše) musí být splněny u jednotlivých dokumentů vždy zvlášť. Každý takovýto dokument navíc musí obsahovat informaci s odkazem na to, kde lze ostatní dokumenty, jež tvoří v celku prospekt cenného papíru, nalézt.<sup>159</sup>

Je-li prospekt či jeho části uveřejněn pouze na internetových stránkách, je povinen emitent či osoba zodpovědná za uveřejnění prospektu, *bezplatně* doručit investorovi na jeho výslovnou žádost rovněž listinnou kopii prospektu.<sup>160</sup>

Zákonná povinnost uveřejnění prospektu se netýká případů vyjmenovaných v ustanovení § 35 odst. 2 písm. a) až d) ZPKT – tedy především případů, kdy je veřejná nabídka směřována výhradně kvalifikovaným investorům, omezenému počtu osob (nepřevyšující 150, vyjímaje kvalifikované investory) či pokud nejnižší možná investice nebo jmenovitá hodnota odpovídají stanovenému limitu v eurech<sup>161</sup>, popř. jedná-li se o cenné papíry, jež jsou nabízeny či přidělovány zaměstnancům a bývalým zaměstnancům společnosti či skupiny společností jako forma benefitu.

Pro prvotní veřejnou nabídku na českém kapitálovém trhu je rovněž důležité ustanovení § 36h odst. 4 ZPKT, v němž je zakotven požadavek na jazykovou verzi prospektu, neboť dochází-li k veřejné nabídce na území České republiky, musí být prospekt uveřejněn *v českém nebo anglickém jazyce*. Shrnutí prospektu se pak uveřejňuje vždy alespoň v jazyce českém.

---

<sup>158</sup> Ustanovení § 36h odst. 1 písm. a) až e) ZPKT.

<sup>159</sup> Ustanovení § 36h odst. 2 ZPKT.

<sup>160</sup> Ustanovení § 36h odst. 3 ZPKT.

<sup>161</sup> Tento limit závazně stanovuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/73/EU a je určen ve výši 5 000 000 EUR (stav k 13. únoru 2017).

Prospekt je pro účely veřejné nabídky platný po dobu 12 měsíců ode dne jeho schválení Českou národní bankou, případné výjimky lze nalézt v ustanovení § 36i ZPKT, po tuto dobu musí být taktéž uveřejněn dle zákonných požadavků.

#### **6. 4. Shrnutí úlohy prospektu a plánované Nařízení o prospektu**

Závěrem lze k prospektu cenného papíru říci, že jeho role v rámci prvotní veřejné nabídky je velmi významná a nejen emitenti by měli mít na paměti, že důležité není pouze splnit předepsané zákonné náležitosti na tento dokument tak, jak je ukládá evropská legislativa, resp. zákon o podnikání na kapitálovém trhu, ale také pokusit se obsáhnout v prospektu co nejvíce obecně relevantních údajů pro investory. Jsou to právě obsah prospektu a volba vhodného uveřejnění, jež mohou vzbudit zájem investorů o alokaci svých prostředků do aktiv emitenta a pomoci mu tak získat potřebný kapitál.

Přestože jsou sjednocující evropské legislativní snahy laickou i odbornou veřejností často podrobeny kritice, zastávám názor, že v případě fungování jednotlivých kapitálových trhů napříč členskými státy Evropské unie je ucelená regulace směřující ke stanovení jednotného právního rámce nejen žádoucí, ale dle mého mínění dokonce nezbytná.

V dnešní době, kdy drtivá většina veškerých obchodů na jakémkoliv kapitálovém trhu probíhá elektronickou (dálkovou) formou a jak emitenti, tak investoři nejsou nuceni být fyzicky přítomni na určitém trhu, mají díky tomu možnost realizovat svá rozhodnutí na několika trzích prakticky současně a v jednom momentě. Jednotliví účastníci obchodování by pak byli sami proti sobě, kdyby se omezili pouze na jeden trh či na jediný segment. Nejen se zavedením institutu jednotného evropského pasu pro emitenty, ale rovněž v návaznosti na rozhodnutí evropských zákonodárců jasně vymezit společný rámec pravidel, kterými se budou muset emitenti při nabídkách svých cenných papírů řídit, dochází dle mého soudu skutečně k efektivní tvorbě společného evropského kapitálového trhu a udržení totožných standardů pro emitenty i, a to především, pro investory.

Vzhledem k neodmyslitelným přínosům evropské regulace na tomto poli věřím, že se v budoucnu dočkáme dalšího rozšiřujícího standardizování v oblasti podnikání na kapitálovém trhu na území Evropské unie a přestože nikterak nezpochybňuji značná

pozitiva směrnice o prospektu, zastávám názor, že vzhledem k důležitosti tohoto dokumentu v rámci emise nejen akcií, ale také dluhopisů, není třeba ponechávat na národních zákonodárných sborech, aby jednotlivé náležitosti upravily dle svého a bylo by vhodné přijmout nařízení, jež by se přímo aplikovalo bez ohledu na národní legislativu, tedy přijmout jednotná pravidla pro všechny účastníky na kapitálových trzích členských států Unie.

Výše uvedené potvrzuje i přístup Evropské komise, jež v listopadu 2015, předložila návrh nařízení o prospektu<sup>162</sup>. Proklamovanou snahou unijních zákonodárců je co nejvíce zjednodušit požadavky na prospekt, zejména snížit ekonomickou náročnost požadovaných informací za současného zachování dostatečné ochrany pro potenciální investory a umožnit i menším společnostem získat kapitál prostřednictvím veřejné nabídky svých cenných papírů.<sup>163</sup> Navíc, pro již obchodované společnosti dojde ke snížení nároků na dodatečné nabídky svých akcií, což je jenom další z aspektů nového nařízení, které by měly přispět k podpoření kapitálového trhu v celé Evropské unii. Mezi další změny patří drobná upřesnění vztahující se k obsahu a shrnutí prospektu (zejména pro retailové investory), zvýšení limitů celkového nabízeného objemu pro zákonný požadavek prospektu, zjednodušený režim prospektu pro SME (malé a střední podniky<sup>164</sup>) a v neposlední řadě také posílení úlohy ESMA, která navíc dostala za úkol vytvořit elektronický „kontrolní“ systém, jakýsi jednotný kontaktní portál pro všechny emitenty a investory, kde bude možné kontrolovat náležitosti a především schvalovací proces u jednotlivých prospektů společností.

---

<sup>162</sup> Evropská komise: *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování*. COM (2015) 583 final, 2015/0268 (COD). 30. 11. 2015. Dostupné také online z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015PC0583&from=EN>

<sup>163</sup> McKEE Michael: *Financial Services Regulation exchange (Issue 31 - Feb 2017 - European Union)* In: Lexology [online]. 1. 2. 2017 [cit. 8. 3. 2017]. Dostupné z: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c67cda51-343f-4808-9095-99105cc05b7e>

<sup>164</sup> Označení pro *small and medium-sized enterparises*.

Lze shrnout, že snahou Evropské komise je pokrýt celý životní cyklus společností (potenciálních emitentů) od fází start-upů až po emise velkých nadnárodních korporací.<sup>165</sup>

Během prosince 2016 došlo k schválení závěrečného znění návrhu a dle předpokladů by do konce roku 2017 mělo být nařízení přijato na půdě Evropského parlamentu. Účinnost nařízení pak byla stanovena na 24 měsíců, emitenti i investoři by se tedy mohli začít řídit nařízením pravděpodobně již v druhé polovině roku 2019.

---

<sup>165</sup> European Commission: *Securities prospectus* In: Ec.europa.eu [online]. Aktualizováno 28. 2. 2017 [cit 9. 3. 2017]. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/securities-prospectus\\_en#eu-prospectus-rules](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/securities-prospectus_en#eu-prospectus-rules)

## 7. Case study – srovnání burzovních trhů v rámci CEE

Závěrečnou část této práce jsem se rozhodl věnovat případové studii, v níž se zaměřím na srovnání jednotlivých burzovních trhů v regionu střední a východní Evropy (*Central and East European region - CEE*), a to nejen z hlediska ekonomických ukazatelů, ale také se pokusím přiblížit jednotlivé tržní segmenty, regulační prostředí, podmínky vstupu na trh a další aspekty relevantní pro emitenty i investory, kteří zvažují svůj vstup na tyto konkrétní kapitálové trhy.

Pro účely této případové studie jsem zvolil postupně tři burzovní trhy se sídly v Praze, ve Vídni a ve Varšavě. Při volbě trhů jsem zvažoval nejen daný region, ale rovněž ekonomická specifika jednotlivých národních hospodářství, velikost posuzovaných kapitálových trhů i případné kulturní odlišnosti či podobnosti v těchto zemích.

Nejdříve si každý z trhů představíme, včetně jejich charakteru i případných výhledů do budoucna a v závěru pak jednotlivé trhy vzájemně srovnáme.

### 7. 1. Burza cenných papírů Praha (BCPP)

Akciová společnost Burza cenných papírů Praha je hlavním a největším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Druhý burzovním trhem, který má licenci České národní banky je RM systém, který je však řádově menší, než BCPP a zaměřuje se zejména na drobné a menší investory.<sup>166</sup>

V předchozích kapitolách jsem se již zmínil, že obecně mohou obchodovat na burzovním trhu pouze jeho členové a ostatní investoři pak zadávají své obchodní příkazy prostřednictvím členů burzy. Fungování BCPP není v tomto výjimkou, vedle členů burzy jsou k uzavírání obchodů oprávněny rovněž Česká národní banka a Česká

---

<sup>166</sup> Institucionální investoři mohou rovněž obchodovat na burzovním trhu RM systému, avšak tyto investoři zpravidla realizují nákupy pro své klienty na hlavním pražském trhu.

republika prostřednictvím Ministerstva financí.<sup>167</sup> Členové jsou přijímáni Burzovní komorou, orgánem BCPP, a za podmínek, které na své členy BCPP klade.

Mezi podmínky k přijetí za člena BCPP patří:

- povolení ČNB k provádění pokynů týkajících se investičních nástrojů na účet zákazníka nebo na vlastní účet,
- uzavření smlouvy s BCPP o členství,
- splnění veškerých podmínek dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu pro obchodníky s cennými papíry (zejména hlava II ZPKT – pozn. autora),
- neexistence překážky prohlášení úpadku či nucené správy<sup>168</sup>.

Členové burzy se musí následně podílet na tvorbě a udržování Garančního fondu burzy, který slouží k zajištění závazků a pokrytí rizik vyplývajících z uzavírání a vypořádávání burzovních obchodů.

Počet členů oprávněných obchodovat na BCPP je poměrně neměnný, v dubnu 2017 čítal 16 členů, které lze rozdělit do dvou hlavních kategorií:

- 1) největší retailové a korporátní banky na území České republiky (Československá obchodní banka, Česká spořitelna, Raiffeisenbank a jiné), a nebo
- 2) společnosti, jež se specializují na obchodování s cennými papíry (např. společnosti CYRRUS, BH Securities a další)<sup>169</sup>.

I přes nedlouhou historii (obchodování na BCPP bylo zahájeno v lednu 1993) si pražská burza vysloužila v rámci Evropské unie označení stabilního, důvěryhodného

---

<sup>167</sup> Burza cenných papírů Praha. *Členové burzy*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Aktualizováno 10. 3. 2017 [cit. 5. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/clenove-burzy/>

<sup>168</sup> Burza cenných papírů Praha. *Nařízení: Pravidla členství - PSE*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuvedeno [cit. 6. 4. 2017]. Dostupné z: [https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Pravidla\\_clenstvi.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_clenstvi.pdf)

<sup>169</sup> Burza cenných papírů Praha. *Členové burzy*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Aktualizováno 10. 3. 2017 [cit. 5. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/clenove-burzy/>

trhu a je jednak členem Federace evropských burzovních trhů (FESE – Federation of European Securities Exchanges) a rovněž má své místo na seznamu burz *důvěryhodných pro investory*, který vede americká SEC.

### 7. 1. 1. Tržní segmentace BCPP

Každá emise cenných papírů je umístěna na některý z trhů provozovaných BCPP. Klíčem k rozdělení emisí na jednotlivé trhy je jednak splnění kvalifikačních podmínek pro přijetí cenného papíru na konkrétní trh, ale také případná atraktivita pro investory na trhu působících. Rovněž je možné zahájit obchodování na jednom trhu a postupně usilovat o splnění dodatečných přísnějších podmínek a následný přesun na prestižnější trh, neboť s tímto přesunem se zpravidla spojuje zvýšení ceny obchodovaných cenných papírů a rovněž větší zájem investorů.

Názorné rozdělení trhů BCPP lze spatřit na diagramu níže:

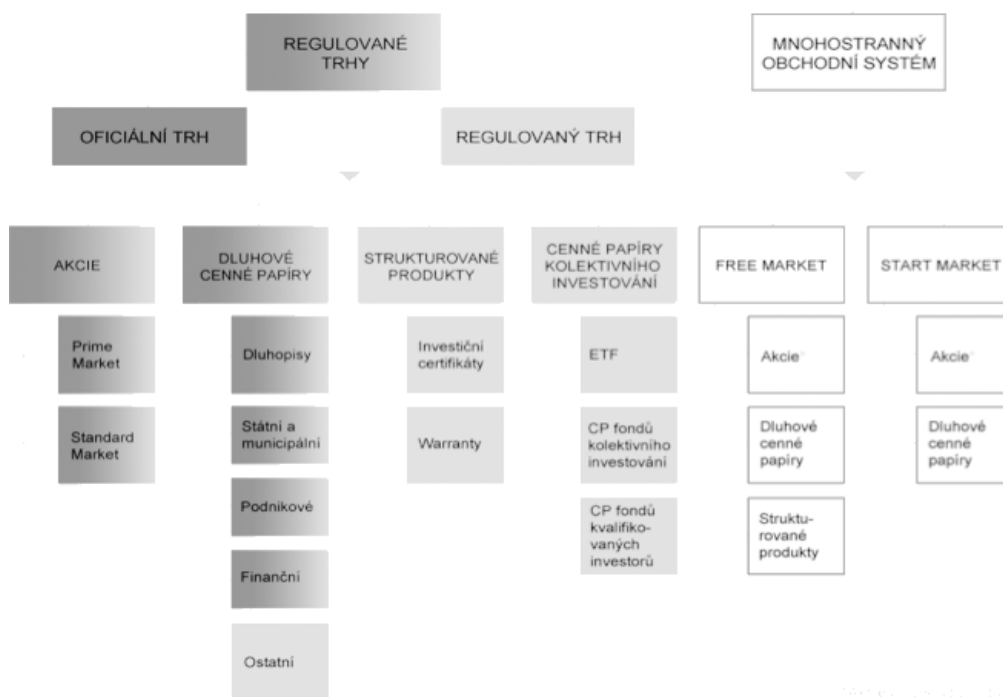


Diagram č. 1 - schéma rozdělení trhů na BCPP.<sup>170</sup>

<sup>170</sup> Burza cenných papírů Praha. *Informace o obchodování: schéma trhu*. Dostupné z: <http://www.bcpcz.cz/dokument.aspx?k=Schema-Trhu>

Pokud chtějí společnosti emitovat a nabídnout své akcie v rámci prvotní veřejné nabídky, mluvíme v případě BCPP zejména o regulovaném oficiálním trhu, který BCPP dělí na dva tržní segmenty:

- 1) *Prime Market*
- 2) *Standard Market*

Přestože na pražské BCPP jsou i alternativní „neregulované“ trhy, netěší se velkému zájmu ani emitentů, ani investorů. Nicméně, pro úplnost si je uvedeme, jedná se o trhy *FREE* a *START*.

#### 7. 1. 1. 1. Prime Market BCPP

*Prime Market* pražské burzy je dle slov BCPP „určený pro obchodování největších a nejprestižnějších emisí akcií českých i zahraničních společností.“<sup>171</sup> Tento trh je regulovaným a oficiálním burzovním trhem a o přijetí k obchodování mohou žádat pouze společnosti, které pro svou emisi splňují nejpřísnější nejen zákonné náležitosti, ale i podmínky stanovené burzovními pravidly.<sup>172</sup>

Dovolím si tvrdit, že přijetím na Prime Market se společnosti dostává nejen toliko potřebného kapitálu, ale také nezanedbatelné prestiže, neboť díky kotaci akcií emitenta na hlavním, nejprestižnějším českém burzovním trhu se automaticky stává členem společnosti nejsilnějších a nejznámějších společností na tomto kapitálovém trhu a potažmo v regionu. Pro představu lze uvést názvy titulů, jež jsou na pražském Prime Marketu obchodované – jedná se o akcie společností CETV, ČEZ, FORTUNA, O2, VIG, UNIPETROL, KOMERČNÍ BANKA a další.

---

<sup>171</sup> Burza cenných papírů Praha. *Obchodování: Trhy – Prime Market*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuveďeno [cit. 8. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/prime-market/>

<sup>172</sup> Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, čl. VI. Podmínky pro přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu Prime Market – článek 2*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuveďeno [cit. 8. 4. 2017]. Dostupné z: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)



Obchodování na BCPP je realizováno prostřednictvím automatizovaného (elektronického) obchodního systému XETRA®, v rámci kterého je možné uzavírat obchody se všemi cennými papíry přijatými k obchodování na trhu.<sup>173</sup>

#### 7. 1. 1. 2. Standard Market

Mohlo by se zdát, že *Standard Market* je určitou alternativou pro emitující akciové společnosti, na něž jsou jejich akcie přijaty k obchodování, pokud nesplňují požadavky Prime Marketu. Zjednodušeně lze s tímto souhlasit, avšak nemůžeme *a priori* označit Standard Market za druhotný či méně kvalitní trh. Pro přijetí k obchodování na Standard Market platí obdobná pravidla jako v případě přijetí na trh Prime. K přijetí akcií může dojít i bez souhlasu emitenta, a to v případě, že jeho akcie jsou již obchodovány na jiném regulovaném trhu v rámci Evropské unie. Je však pravdou, že kladené nároky na přijetí jsou v případě Standard Marketu nižší a rovněž zde lze obchodovat i s upisovacími právy na cenné papíry.<sup>174</sup>

#### 7. 1. 1. 3. Trhy START a FREE

Trh START, jenž byl spuštěn na základě požadavků jednotlivých členů burzy v roce 2012, je pro mě osobně zklamáním. Tento *neregulovaný* trh, tedy trh, na který je přijat každý, kdo splňuje alespoň pravidla požadovaná organizátorem, měl být cestou pro získání kapitálu pro malé a střední podniky, které zdaleka nesplňovaly podmínky pro regulované a oficiální burzovní trhy. Navíc obrovským benefitem trhu START má být fakt, že emitenti nejsou povinni tvořit ani prospekt a že povinnosti transparency jsou naprosto minimální. Vstup na tento trh tedy provází minimální administrativní náklady a pro spoustu firem tak může sloužit jako vynikající alternativa k získávání dodatečného kapitálu namísto úvěrového financování. Bohužel se však spuštění tohoto trhu nesetkalo

---

<sup>173</sup> Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla: Pravidla obchodování*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online].

Neuvedeno [cit. 9. 4. 2017]. Dostupné z:

[https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Pravidla\\_obchodovani.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_obchodovani.pdf)

<sup>174</sup>Burza cenných papírů Praha. *Obchodování: Trhy – Standard Market, čl. 1 odst. 3*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online].

Neuvedeno [cit. 6. 4. 2017]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Standard-Market>

s velkým ohlasem a emitenti se na něj dívají spíše skepticky, než jako na příležitost, resp. směr, jakým svou společnost dále rozvíjet.

Osobně si myslím, že je to velká škoda, neboť právě v dnešní době by mohl takovýto trh nalákat menší či agresivnější investory, kteří rádi investují do inovativních společností zabývajících se novými technologiemi, novými platformami služeb a dalších. Jsem přesvědčen, že existence trhu obdobného formátu a účelu si je schopna najít svou cílovou skupinu, ale nestane se tak v případě, kdy organizátor trhu není schopen kvalitně nový trh marketingově podpořit a především s jasným cílem komunikovat výhody trhu START směrem k emitentům. Přestože oficiálně BCPP tento segment neuzavřela, na tomto trhu se v současné chvíli žádný titul neobchoduje<sup>175</sup>.

Segment FREE market je nejnovějším trhem organizovaným BCPP, jedná se, stejně jako u trhu START o mnohostranný obchodní systém a k obchodování jsou přijaty cenné papíry těch emitentů, kteří splňují podmínky organizátora a celý proces nepodléhá přímému dohledu ze strany regulátora (ČNB). Z komunikace BCPP vyplývá, že trh FREE se má stát, s určitými obměnami, náhradou za nepovedený trh START, avšak je ještě příliš brzy, abychom mohli snahu BCPP hodnotit.

#### 7. 1. 1. 4. Podmínky přijetí na regulované trhy BCPP

Jelikož se v celé práci věnuji primární emisi zejména ve vztahu k regulovanému trhu, rád bych demonstroval rozdíly v podmínkách pro přijetí k obchodování na našich regulovaných oficiálních burzovních trzích, tedy na Prime Market a Standard Market BCPP.

V případě BCPP, na rozdíl od zahraničních prime a standard segmentů, nejsou podmínky, co se týká technických parametrů (velikost emise, množství nabízených akcií ve vztahu k celkovému počtu atd.) odlišné. Pro přijetí akcií ať už na Prime Market nebo Standard Market je potřeba splnit následující tři základní kritéria:

---

<sup>175</sup> Stav ke dni 12. dubna 2017.

- tržní kapitalizace emise 1 000 000 EUR;
- část emise, která je rozptýlena mezi veřejnost (tzv. free float), minimálně 25%;
- doba existence emitující akciové společnosti nejméně 3 roky<sup>176</sup>.

Již jsem naznačil, že společné parametry nejsou úplně běžné pro přijetí na rozdílné tržní segmenty na regulovaném trhu. Přesto, v podmínkách českého kapitálového trhu, lze situaci pochopit.

Co se týká nároků BCPP v případě přijetí na Prime Market, je kladen důraz zejména na stávající tržní postavení, velikost a předpoklady budoucího fungování emitenta, což by mělo zároveň reflektovat portfolio obchodovaných titulů na hlavním regulovaném trhu u nás. Nároky, které si BCPP klade, jsou:

- připravenost sdílet informace;
- transparentní struktura a finanční toky ve společnosti;
- jasně definované plány, cíle, strategie a definice měřitelných ukazatelů jejich plnění;
- účetnictví vycházející z mezinárodních účetních standardů;
- ambiciózní a profesionální management<sup>177</sup>.

Vhodným příkladem na optimální pochopení rozlišení trhů Prime a Standard v kontextu pražské burzy jsou akcie společnosti New World Resources, N. V. (NWR) jež byla od roku 2004 většinovým vlastníkem společnosti OKD, a. s. a jednou z ekonomicky nejstabilnějších a nejsilnějších společností v regionu CEE v oblasti těžby a zpracování (převážně) černého uhlí. Společnost zaměstnávala celkem více než 22 tisíc zaměstnanců a působila zejména v České republice, v Polsku, na Slovensku, v Německu, v Rakousku i v Maďarsku. NWR oznámila v roce 2008 svůj záměr nabídnout veřejně své akcie a vstoupit na kapitálový trh – proklamovaným důvodem

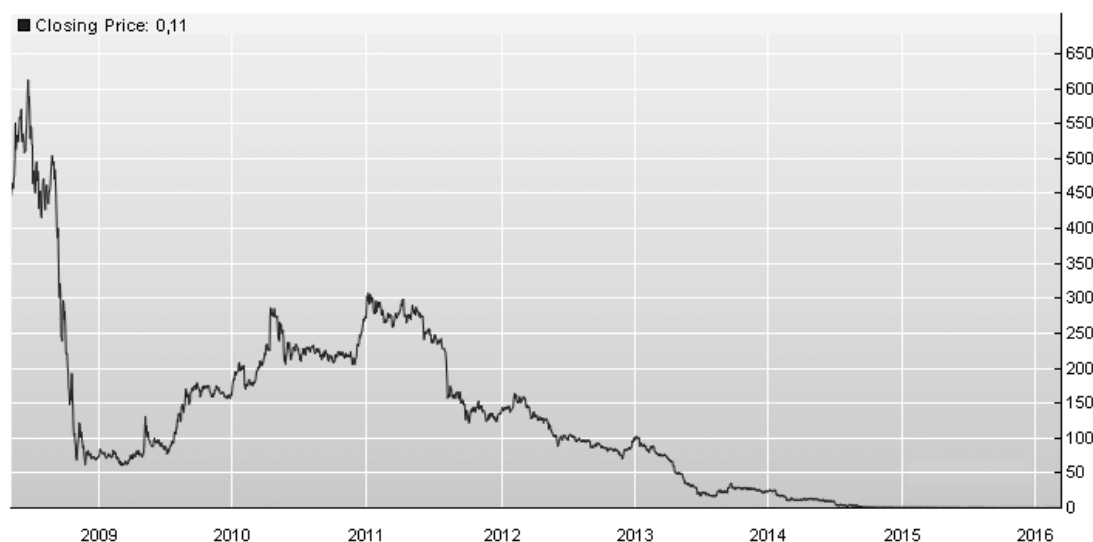
---

<sup>176</sup> Burza cenných papírů Praha. *Obchodování: Trhy – Prime Market*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuveдено [cit. 6. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/prime-market/>

<sup>177</sup> Burza cenných papírů Praha. *Obchodování: Trhy – Prime Market*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuveдено [cit. 6. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/prime-market/>

byla snaha získat dodatečné finanční prostředky pro svou tehdejší expanzivní a akviziční strategii.

V rámci přípravné fáze dospěla společnost k rozhodnutí nabídnout své akcie na kapitálových trzích v Londýně, v Praze a nakonec i ve Varšavě, zejména vzhledem k plánovaným aktivitám v Polsku. Prvotní veřejná nabídka akcií NWR byla na všech zmíněných trzích více než úspěšná, na BCPP se dokonce jedná, při celkové hodnotě emise 41,5 miliardy Kč, o zdaleka největší dosavadní IPO a akcie společnosti byly pochopitelně umístěny na Prime Market. V následujících letech se cena akcií NWR pohybovala v pásmu 200 až 300 Kč, avšak důsledky celosvětové hospodářské recese, které dopadly rovněž na těžební průmysl, si vybraly svou daň a od roku 2012 začala hodnota akcií rapidně klesat až na dnešní, prakticky nulovou hodnotu. Hodnota obchodovaných akcií ke dni uzavření rukopisu této práce byla 0,10 Kč za jednu akcii společnosti NWR, jak je ostatně vidět níže na grafu. Nakonec propad ceny vedl k úplnému pozastavení obchodování s akciemi emitenta na BCPP.



Graf č. 1 – Vývoj kurzu akcií společnosti NWR na PSE (2009–2016) Zdroj: patria.cz

Již během razantního propadu ceny akcií společnosti, a nutno přiznat i naprosté ztráty zájemců o jejich koupi, došlo k zařazení těchto akcií na tržní segment Standard. Souhlasím s tím, že se jedná o extrémní případ, který v důsledku skončil pozastavením obchodování daného titulu a účelem není přirovnat Standard Market k druhořadému

trhu, avšak pouze demonstrovat možný průběh obchodování s akciemi společnosti na burzovním trhu, od jejich veleúspěšné emise, až po závěrečné zastavení s jejich obchodováním.

### 7. 1. 3. Burzovní poplatky

Burzovní poplatky a jejich výše jsou nedílným aspektem při rozhodování emitentů i investorů, zda budou na daném burzovním trhu své cenné papíry emitovat, resp. na něm obchodovat. V rámci případové studie uvádím níže základní poplatky stanovené poplatkovým řádem BCPP<sup>178</sup>, které dále využijeme při komparaci se zahraničními trhy. Veškeré poplatky jsou uváděny v souvislosti s přijetím a obchodováním s akciemi emitenta, ostatní cenné papíry jako dluhopisy, investiční certifikáty a další, mají poplatky stanoveny individuálně – viz dále.

#### **Poplatky pro emitenty<sup>179</sup>**

<b>Prime Market</b>		
Přijetí emise na trh	(jednorázový)	<b>0 Kč</b>
Poplatek za obchodování	(roční, z tržní kapitalizace)	<b>0,05 %</b> (max. 300 tis. Kč)

<b>Standart Market</b>		
Přijetí emise na trh	(jednorázový)	<b>0 Kč</b>
Poplatek za obchodování	(roční)	<b>10 000 Kč</b>

<b>FREE a START Market</b>		
Přijetí emise na trh	(jednorázový)	<b>10 000 Kč</b>
Poplatek za obchodování	(roční)	<b>0 Kč</b>

<sup>178</sup> Burza cenných papírů Praha. *Poplatkový řád*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 1. 1. 2017 [cit. 10. 4. 2017].

Dostupné z: [https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Poplatkovy\\_rad.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Poplatkovy_rad.pdf)

<sup>179</sup> Burza cenných papírů Praha. *Poplatkový řád*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 1. 1. 2017 [cit. 10. 4. 2017].

Dostupné z: [https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Poplatkovy\\_rad.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Poplatkovy_rad.pdf)

Myslím si, že na výše uvedených částkách lze vysvětlit smysl a funkci jednotlivých tržních segmentů pražské burzy, kdy vstup na Prime Market je omezen splněním kvalifikačních předpokladů emise tak, jak bylo uvedeno výše, za přijetí akcií k obchodování již emitent nehradí žádný administrativní poplatek a povinnost platit pouze roční poplatky vypočítané z celkového objemu tržní kapitalizace svých akcií, tj. součinu všech svých vydaných akcií a jejich ceny ke dni zúčtování.

V tomto kontextu rovněž stojí za zmínku, že burzovní poplatky jsou často revidovány ze strany organizátora trhu a jelikož mohou ovlivnit zájem emitentů o kotaci svých akcií na daném trhu, je celoevropská tendence tyto vstupní poplatky snižovat. Často se lze také setkat s diferenciací poplatků pro emise akcií i dluhopisů, zatímco ještě před několika lety byly poplatky pro emitenty těchto cenných papírů téměř totožné, například poplatek za přijetí k obchodování cenného papíru byl shodně 50 000 Kč, došlo v roce 2015 ke zrušení tohoto poplatku pro emitenty akcií. Snahou BCPP je tak vzbudit zájem akciových společností o větší množství veřejných nabídek akcií, kterých na českém akciovém trhu je ve srovnání s konkurenčními trhy pomálu a naopak tím burzovní komora vyjadřuje názor, že nepovažuje za nutné pobízet vydavatele dluhopisů.

Kladně hodnotím také poplatky vztahující se na trhy FREE a START, jež odrážejí účel těchto segmentů – tedy pouze vstupní poplatek bez následného finančního zatížení pro emitenty s ohledem na úspěšnost jejich obchodování a investorského zájmu.

Vzhledem k tomu, že členové BCPP jsou nedílnou součástí českého burzovního trhu, uvádím níže rovněž hlavní poplatky týkající se členství na burze:

<b>Poplatky pro členy burzy</b>		
Přijetí za člena burzy (zápisné)		<b>0 Kč</b>
Podání žádosti o členství na burze		<b>10 000 Kč</b>
Roční poplatek za členství	– členové burzy	<b>460 000 Kč</b>
	– ČNB a Min. financí	<b>230 000 Kč</b>

#### 7. 1. 4. Obchodování na BCPP v číslech

Stěžejní údaje, jež budeme v závěru případové studie porovnávat jsou zejména ekonomické ukazatele celkového objemu provedených obchodů na daném burzovním

trhu a jeho segmentech a rovněž celková tržní kapitalizace. Data budeme posuzovat v průběhu let 2010 až 2016, a to včetně. Jsem toho názoru, že ekonomická situace v regionu CEE po hospodářské krizi nezažívá v tomto horizontu žádných dalších znatelných změn a lze proto uvedená data považovat pro naše účely za vypovídající o situaci na jednotlivých kapitálových trzích. Částky jsou pro účely následné komparace uváděny v eurech.

Český kapitálový trh si vedl i v průběhu ekonomické krize v letech 2007 až 2010 poměrně obstojně a níže uvedená čísla toto pouze potvrzují. Celkové objemy obchodů jsou poměrně stabilní a bez citelných výkyvů.

### **Celkový objem obchodů**

Jedná se o součet nominálních hodnot všech transakcí provedených za celý burzovní rok, tedy za proběhnuvší burzovní dny<sup>180</sup>. Do tohoto součtu nejsou zahrnuty vedlejší ekonomické položky, jako např. provize burzovních makléřů a jiné. Uvedená data se vztahují pouze na objem obchodů emitovaných akcií, nikoliv dluhových cenných papírů či jiných investičních produktů.

### **BCPP – Celkový objem obchodů**

Ročník	Prime Market	Standard Market	Celkový objem obchodů*
2010	14 250 mil.	189 mil.	14 440 mil
2011	13 564 mil.	176 mil.	13 733 mil.
2012	9 163 mil.	117 mil.	9 281 mil.
2013	6 380 mil.	90 mil.	6 472 mil.
2014	5 586 mil.	92 mil.	5 686 mil.
2015	6 047 mil.	90 mil.	6 218 mil.
2016	6 080 mil.	126 mil.	6 222 mil.

Tabulka č. 2<sup>181</sup>

<sup>180</sup> Burzovní den je den, ve kterém probíhá obchodování na burze, standardně se jedná o každý pracovní den, v rámci kterého kontinuální obchodování probíhá dle pravidel BCPP od 9:00 do 16:20.

<sup>181</sup> Burza cenných papírů Praha. *Údaje o trhu: Statistické ročenky*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuvedeno [cit. 11. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=104037&c45634%5Bfile%5D=qUSuU6e1UYM%3D>

\* V celkovém objemu obchodů jsou zahrnuty ještě obchody uskutečněné na FREE MARKET, avšak vzhledem k zanedbatelné výši těchto obchodů nejsou v tabulce jmenovitě uvedeny.

V souvislosti se zpomalením ekonomiky, které dolehlo na region CEE později, než na západní Evropu a ekonomiku Severní Ameriky a ve spojení s minimální podporou České národní banky a absencí nových emisí zajímavých pro investory došlo od roku 2010 ke znatelnému poklesu celkového objemu obchodů. Pro úplnost uvádím v následujícím přehledu i průměrný denní objem obchodů.

### **BCPP – Průměrný denní objem obchodů**

<b>Ročník</b>	<b>Průměrný denní objem obchodů</b>
2010	57,09 mil.
2011	53,5 mil.
2012	37 mil.
2013	28,8 mil.
2014	22,7 mil.
2015	24,9 mil.
2016	24,7 mil.

Tabulka č. 3<sup>182</sup>

Data z prvního čtvrtletí roku 2017 ukazují, že spolu s ožíváním ekonomiky v regionu se zvyšuje i aktivita investorů, jelikož postupně dochází ke zvyšování průměru denního objemu obchodů a koncem března 2017 se tato hodnota pohybovala okolo 35 mil. EUR<sup>183</sup>. Věřím, že je otázkou jedné či dvou větších emisí, které přilákají dostatečné množství investorů, aby se hodnoty vrátily na období přelomu desetiletí.

---

<sup>182</sup> Burza cenných papírů Praha. *Údaje o trhu: Statistické ročenky*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuvedeno [cit. 12. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=104037&c45634%5Bfile%5D=qUSuU6e1UYM%3D>

<sup>183</sup> Burza cenných papírů Praha. *Údaje o trhu: Statistické ročenky*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuvedeno [cit. 11. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=104037&c45634%5Bfile%5D=qUSuU6e1UYM%3D>



### **Tržní kapitalizace ke konci roku**

Tržní kapitalizací se myslí součin všech obchodovaných akcií veškerých emitentů a jejich obchodované hodnoty k poslednímu dni obchodování. Opět platí, že k tomuto součinu nejsou přičteny vedlejší ekonomické položky, jako např. provize burzovních makléřů a jiné. Pro úplnost je třeba znovu uvést, že uvedená data se vztahují pouze na objem obchodů emitovaných akcií, nikoliv dluhových cenných papírů či jiných investičních produktů a částky jsou uvedeny v eurech.

### **BCPP – Tržní kapitalizace ke konci roku**

Ročník	Prime Market	Standard Market	Tržní kapitalizace ke konci roku*
2010	49 303 mil.	2 104 mil.	51 407 mil.
2011	37 444 mil.	1 843 mil.	39 287 mil.
2012	40 272 mil.	2 027 mil.	42 300 mil.
2013	38 545 mil.	1 250 mil.	40 500 mil.
2014	36 807 mil.	1 131 mil.	38 529 mil.
2015	37 091 mil.	1 235 mil.	40 758 mil.
2016	36 925 mil.	1 324 mil.	38 684 mil.

Tabulka č. 4<sup>184</sup>

\* V celkovém objemu obchodů jsou zahrnuty ještě obchody uskutečněné na FREE MARKET, avšak vzhledem k zanedbatelné výši těchto obchodů nejsou v tabulce jmenovitě uvedeny.

Zajímavé na výše uvedených číslech je, že i přes propad celkového objemu obchodů v rámci sledovaných let, nedošlo v porovnání s celkovým objemem k zásadní změně tržní kapitalizace ke konci roku. Důvodem je zejména ten fakt, že ceny akcií, jež jsou na pražském PRIME MARKET obchodovány, jsou v dlouhodobém horizontu stabilní, popřípadě vykazují drobný růst a počet obchodovaných titulů, byť se

<sup>184</sup> Burza cenných papírů Praha. *Údaje o trhu: Statistické ročenky*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuvedeno [cit. 11. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=104037&c45634%5Bfile%5D=qUSuU6e1UYM%3D>

v posuzovaném časovém horizontu snížil o třetinu, je vyvážen právě rostoucí cenou zbývajících titulů na trhu.

Nikoliv pouze na základě oficiálních údajů, ale také z vyjádření investorů, kteří se na pražském burzovním trhu pohybují, si dovoluji tvrdit, že se jedná o velmi stabilní a důvěryhodný trh, jenž poskytuje dostatečnou ochranu investorům a na němž je dostatečná likvidita obchodovaných cenných papírů zaručena. Přestože nikterak nezpochybňuji důležitost Prime Marketu, věřím, že by českému kapitálovému trhu prospělo, kdyby se v následujících letech BCPP zasadila o rozvoj trhu FREE, neboť právě na něm a v emisích na tento trh uváděných, vidím budoucnost pro nové společnosti hledající kapitál pro svůj rozvoj i pro drobné investory, pro které je investování prostřednictvím FREE Marketu časově jednodušší, přehlednější a bezpečnější, než nabízení svého soukromého kapitálu společnostem napřímo.

#### 7. 1. 5. Index PX

Burzovní index je základní statistický indikátor, který popisuje vývoj a současnou situaci na celém burzovním trhu. Většina burzovních i alternativních trhů tvoří své indexy, neboť právě tyto indexy jsou často pro investory elementárním ukazatelem toho, jak se obchodování na trhu v dané chvíli vyvíjí. Indexy obecně dělíme na indexy *výběrové* a indexy *souhrnné*. Jak již název napovídá, ve výběrovém indexu jsou zahrnuty pouze zvolené, organizátorem trhu určené, tituly, kdežto souhrnný index vypovídá o obchodech se všemi tituly. Rozlišovat můžeme indexy i podle metody jejich výpočtu, které mohou být v zásadě dvě – *cenově vážená* hodnota (rozhodná je cena akcií, jež tvoří index) a indexy *vážené dle tržní kapitalizace* (nejen na základě ceny, ale také vzhledem k objemu uskutečněných transakcí).

Pražský burzovní index, označován jako *index PX*, je index výběrový s váženou metodou výpočtu v reálném čase. Součástí indexu PX jsou nejlikvidnější akcie<sup>185</sup> obchodované na pražském burzovním trhu.

---

<sup>185</sup> Neboli nejvíce obchodované emise.

## 7. 2. Wiener Börse (WB)

Vídeňská burza, mimo jiné jedna z nejstarších burz na světě<sup>186</sup>, prošla za dobu své existence několika zásadními změnami, které zahrnovaly postupně její krach, světové války, připojení Rakouska k Německé říši, až zavedení elektronického obchodního systému v roce 1989. Pod dnešním názvem působí od roku 1997 a hlavní index vídeňské burzy nese označení ATX.

Současná organizační struktura WB je prakticky totožná s ostatními organizátory burzovních trhů a sestává z valné hromady, burzovní komory, dozorčí rady a jednotlivých burzovních výborů (např. pro kotaci). Stejně jako pražská burza je i vídeňská založena na členském principu, vzhledem k velikosti burzy existuje na WB více druhů členství, které se od sebe liší zejména tím, jakým způsobem mohou jednotliví členové obchodovat a vypořádávat obchody.

Kategorie členství na WB jsou:

1) *General Clearing Member (GCM)*

- členové, kteří mohou provádět obchody pro své klienty, za sebe i za ostatní členy burzy

2) *Direct Clearing Member (DCM)*

- tyto členové mají již nemají tak rozsáhlé pravomoci a mohou obchodovat pouze na svůj účet či účet svých zákazníků

3) *Non Clearing Member (NCM)*

- členové mají přístup do systému, avšak obchody jsou vypořádávány prostřednictvím GCM

Samostatnou kategorií potom tvoří tzv. *clearing agent*, jenž funguje jako asistent DCM pro vypořádání obchodů s jednotlivými druhy cenných papírů. Pro

---

<sup>186</sup> Založená na území Rakouska-Uherska Marií Terezií 14. července 1771.

možné srovnání s počtem členů BCPP uvádím, že v dubnu 2017 čítala vídeňská burza celkem 63 členů, z čehož 26 rakouských subjektů a 37 zahraničních.

### 7. 2. 1. Vídeňské trhy a podmínky pro přijetí k obchodování

Stejně jako v případě pražského burzovního domu, jsou na vídeňské burze rozděleny jednotlivé trhy zejména dle obchodovaných instrumentů (akciový, dluhopisový ad.) do jednotlivých segmentů tak, jak je znázorněno v následujícím nákresu.

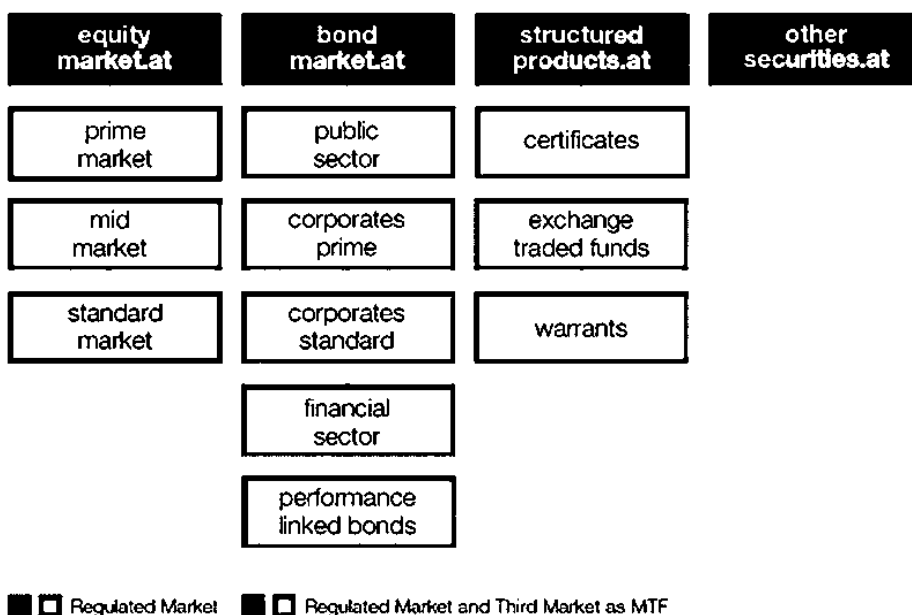


Diagram č. 2 – rozdělení tržních segmentů na vídeňské burze<sup>187</sup>

Pro účely této případové studie a v návaznosti na téma rigorózní práce je pro nás relevantní pohled na akciový trh (*equity market.at*), který se dělí na tyto jednotlivé segmenty:

- 1) Prime market
- 2) Mid market
- 3) Standard market

<sup>187</sup> Wiener Börse. *Trading: Market segmentation*. In: *wienerborse.at* [online]. Neuveдено [cit. 13. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/trading/market-segmentation/>

Pro ujasnění zřejmé podobnosti tržní segmentace s pražským burzovním trhem představím klíčové aspekty těchto tržních segmentů a zároveň podmínky, které musí společnosti splnit, aby byly jejich akcie přijaty k obchodování.

#### 7. 2. 1. 1. Prime market WB

Nejstarší oficiální regulovaný trh vídeňské burzy, na který jsou přijaty k obchodování akcie těch společností, jež splní nejpřísnější podmínky (viz dále – podmínky přijetí). V současnosti je na vídeňském Prime marketu obchodováno čtyřicet titulů, mezi které patří například společnosti jako OMV, VIG, Strabag, UNIQA či Raiffeisen Bank.

Aby se mohli emitenti zařadit do této prestižní společnosti, je potřeba, aby jejich emise splňovala podmínky stanovené pro přijetí k obchodování organizátorem burzovního trhu. Stejně jako na pražské burze jde zejména o přísnější požadavky na povinnosti transparency, ekonomické aspekty emise a v neposlední řadě také o renomé dané společností, i když požadavek prestiže společnosti je často představiteli organizátora vyvrácen.

Pokud emitující společnost žádá o přijetí svých akcií k obchodování na vídeňském Prime marketu, musí splnit následující kritéria<sup>188</sup>:

- nejméně 25% akcií společnosti nabídnutých v rámci emise (*free float*),
- požadavek na tržní kapitalizaci ve výši alespoň 15 mil. EUR<sup>189</sup>,
- vysoké standardy na následné reportování o aktivitách emitenta a finanční výkaznictví (přičemž veškeré dokumenty musejí být publikovány v německém i anglickém jazyce)

---

<sup>188</sup> Wiener Börse. *Trading: Market segmentation – Equity market, Prime Market*. In: *wienerbourse.at* [online]. Nevedeno [cit. 13. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerbourse.at/en/trading/market-segmentation/equity-market-at/prime-market/>

<sup>189</sup> V případě, že free float objem nedosahuje 25%, je možné akcie společnosti přijmout na Prime market, pokud celková tržní kapitalizace dosahuje nejméně 30 mil. EUR.

Pouze na okraj si dovolím upozornit na zajímavou podmínku stanovenou organizátorem trhu, nikoliv zákonem, a to, že emitenti přijati k obchodování v rámci Prime marketu jsou povinni zveřejněný prospekt ponechat zveřejněn *nejméně po dobu jednoho roku* na svých internetových stránkách a nejméně stejnou dobu musí být také zveřejněn v rámci webové aplikace komunikačního systému WB.<sup>190</sup>

#### 7. 2. 1. 2. Mid market WB

Za necelých deset let od vzniku<sup>191</sup> Mid marketu se povedlo na tento alternativní (sekundární, chcete-li) trh přivést významné množství investorů a stala se tak z něj vynikající alternativa pro menší a střední společnosti, které se rozhodly získat finanční prostředky prostřednictvím veřejné nabídky svých akcií na kapitálovém trhu za co nejnižší transakční náklady.

Na rozdíl od Prime marketu nejsou na emitenty kladeny požadavky týkající se minimálního free float či obligatorního objemu tržní kapitalizace, jediným závazným kritériem je, ve světle ochrany investorů a burzovního trhu jako takového, dodržování alespoň základních standardů transparentnosti a finančního výkaznictví. Objem notifikačních povinností, resp. povinností obecné transparency, je však řádově nižší, než u společností, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na Prime marketu.

Dovolím si však na tomto místě vyzdvihnout dvě specifické podmínky pro emitenty chystající se vstoupit na Mid market na vídeňské burze. Tou první je požadavek existence společnosti minimálně po dobu jednoho roku<sup>192</sup>, což hodnotím velmi pozitivně, neboť je tato hranice nastavena velmi nízko a díky tomu mohou i nové, avšak velmi rychle rostoucí společnosti, vstoupit na kapitálový trh a podpořit tak například svou expanzi. Takto nastavený požadavek doopravdy vnímám jako velmi vstřícný vůči nejen malým a středním podnikům, ale zejména vůči start-up společnostem, kterým se tak otevírá schůdná cesta k efektivnímu financování svého růstu.

---

<sup>190</sup> Wiener Börse. *Issuers: Certificates warrants*. In: *wienerborse.at* [online]. Neuveдено [cit. 13. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/issuers/issuance-of-structured-products/certificates-warrants/>

<sup>191</sup> Mid market byl oficiálně spuštěn, po několikaměsíčním testovacím provozu, 18. června 2017.

<sup>192</sup> Tedy společnost musí mít uzavřené účetnictví nejméně za jeden účetní rok.

Druhé specifikum vídeňského Mid marketu, které bezpochyby stojí za zmínku, je institut *Capital Market Coach (CMC)*. Jedná se zpravidla o investiční či jinak specializovanou společnost, jež má status CMC udělený organizátorem trhu. V rámci pravidel pro přijetí k obchodování na vídeňský Mid market je pak stanovena podmínka, aby každý budoucí emitent měl přiděleného svého CMC. Náplní činnosti Capital Market Coache je poskytovat podporu jak v pre-listingové fázi, tak rovněž po dobu jednoho roku poté, co jsou akcie společnosti kótovány na kapitálovém trhu. Tuto funkci lze tedy označit za určitého hybridního underwritera, i když CMC nezajišťuje prodej a likviditu akcií emitenta, pomáhá mu celý proces IPO koordinovat a absolvovat, včetně již zmíněné následné podpůrné činnosti.

#### 7. 2. 1. 3. Standard market WB

Standard market je trh, jenž je určen pro emitenty, kteří nesplňují kritéria Prime marketu či jsou jejich ambice vyšší, než kotace na Mid marketu, ale zároveň by rádi akcie nabídli v rámci regulovaného burzovního trhu. Na standardním trhu jsou obchodovány akcie, které byly přijaty na oficiální či sekundární trh, Standard Market lze dále rozdělit dle režimu obchodování na aukční a kontinuální trh.<sup>193</sup>

Přestože absence přísných vstupních podmínek na Standard Market by mohla vyvolávat dojem, že se jedná o trh podřadný k Prime Marketu, je třeba i v případě vídeňské burzy, že celkové objemy obchodů a tituly<sup>194</sup>, jež jsou na Standard Marketu obchodovány, toto mylné zdání vyvracejí.

#### 7. 2. 2. Poplatky na WB

Již jsme si řekli, že výše poplatků vstupuje jako jeden z faktorů do rozhodování o výběru vhodného trhu pro veřejnou nabídku akcií společnosti, a přestože se nejedná o stěžejní aspekt, považuji za vhodné v rámci ucelenosti případové studie a pro porovnání s ostatními zkoumanými burzovními trhy, uvést poplatky na WB. V souvislosti s poplatkovým řádem WB je třeba upozornit na odlišný způsob výpočtu od BCPP, kdy

---

<sup>193</sup> Wiener Börse. *Trading: Market segmentation – Equity market, Standard Market*. In: *wienerbourse.at* [online]. Nevedeno [cit. 16. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerbourse.at/en/trading/market-segmentation/equity-market-at/standard-market/>

<sup>194</sup> Na Standard Marketu jsou kótovány akcie společností jako Oberbank, KTM či Wiener Privatbank.

poplatky pro emitenty i pro členy burzy jsou stanoveny, po vzoru burzovních trhů ve Spojených státech, v tzv. *basis points (bp/bps)*. Hodnota jednoho *bp* je pro emitenty vypočtena jako jedna desetitisícina z celkové tržní kapitalizace obchodovaných akcií společnosti k poslednímu dni předchozího kalendářního roku či ke dni prvotní kapitalizace (pro nově kótované akcie). Zároveň pak organizátor stanovuje minimální a maximální částky, jež lze požadovat.

#### Administrativní poplatky pro emitenty spojené s kotací akcií<sup>195</sup>

Oficiální a sekundární trh		min. částka	max. částka
Přijetí emise na trh	1 bps	<b>5 000 EUR</b>	<b>50 000 EUR</b>
Poplatek za obchodování	1 bps	<b>3 500 EUR</b>	<b>7 500 EUR</b>

V případě členů burzy je hodnota *bps* vypočítána jako jedna desetitisícina z celkového peněžního objemu transakcí (v EUR) učiněných za předešlý kalendářní rok a opět platí vymezení limitních částek, které jsou jednotliví členové zavázáni organizátorovi trhu uhradit. Jednotlivé obchodní instrumenty mají pak odlišné podíly na celkové částce, jak je vidět v následující tabulce.

<sup>195</sup> Wiener Börse. *Trading: General Terms and Conditions*. In: *wienerborse.at* [online]. Platné k 1. 1. 2017 [cit. 19. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/legal/general-terms-and-conditions/en-agb-4.pdf>



## Členské burzovní poplatky<sup>196</sup>

	akcie	dluhopisy	ostatní	min. částka	max. částka
Oficiální trh	0,50 bps	0,16 bps	0,16 bps	<b>2 175 EUR</b>	<b>10 750 EUR</b>
Sekundární trh	0,25 bps	0,08 bps	0,08 bps	<b>1 075 EUR</b>	<b>5 450 EUR</b>
MTF trh	0,25 bps	0,08 bps	0,08 bps	<b>725 EUR</b>	<b>3 625 EUR</b>

Pro úplnost je třeba uvést, že k průběžnému obchodování se váží další poplatky, které nesou členové burzy a následně je promítají do svých provizních a poplatkových ceníků pro investory, respektive zákazníky. Tyto poplatky se týkají jednotlivých obchodů, avšak jedná se řádově o nízké desítky eur a pro účely této srovnávací studie nejsou relevantní.

Jediné co v souvislosti se sestavováním přehledu poplatků souvisejících s obchodováním na vídeňské burze musím vytknout, je dostupnost a všeobecná přehlednost nastaveného systému vypočítávání členských poplatků a poplatků hrazených v souvislosti s obchodováním. Věřím, že i emitenti a členové burzy by uvítali jednodušší a lépe čitelnou strukturu, na základě které budou schopni lépe vypočítat přesné náklady vážící se ať už k jejich členství na burze, nebo k obchodování cenných papírů emitentů na burzovním trhu.

### 7. 2. 3. Obchodování na WB v číslech

V zájmu důkladného porovnání jednotlivých kapitálových trhů, je zapotřebí uvést relevantní ekonomické ukazatele a příslušné hodnoty vídeňského burzovního trhu. Data, rovněž jako u BCPP, budeme posuzovat v horizontu let 2010 až 2016, a to včetně. Veškeré částky jsou uvedeny v eurech.

---

<sup>196</sup> Wiener Börse. *Trading: General Terms and Conditions*. In: *wienerborse.at* [online]. Platné k 1. 1. 2017 [cit. 19. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/legal/general-terms-and-conditions/en-agb-4.pdf>

### **Celkový objem obchodů**

Součet nominálních hodnot všech transakcí provedených za celý burzovní rok, vyjímaje vedlejší ekonomické položky. Uvedená data se vztahují pouze na objem obchodů emitovaných akcií, nikoliv dluhových cenných papírů či jiných investičních produktů.

### **WB – Celkový objem obchodů**

Ročník	Prime Market	Standard Market	Mid Market	Celkový objem obchodů*
2010	72 316 mil.	1 153 mil.	60,3 mil.	73 530 mil.
2011	59 429 mil.	576 mil.	57,3 mil.	60 154 mil.
2012	35 733 mil.	327 mil.	75,5 mil.	36 089 mil.
2013	38 326 mil.	348 mil.	48,6 mil.	38 722 mil.
2014	47 103 mil.	581 mil.	50,5 mil.	47 735 mil.
2015	57 811 mil.	520 mil.	53,2 mil.	58 384 mil.
2016	55 536 mil.	368 mil.	26,4 mil.	55 930 mil.**

Tabulka č. 5<sup>197</sup>

\* V celkovém objemu obchodů jsou zahrnuty ještě s ostatními investičními produkty, avšak vzhledem k zanedbatelné výši těchto obchodů nejsou v tabulce jmenovitě uvedeny.

\*\* Zde se jedná o prostý součet všech tří segmentů, bez zahrnutí vedlejších produktů.

Na uvedených číslech je názorně vidět, jaký dopad měla ekonomická recese na obchodování na největších kapitálových trzích. Nicméně, celkové objemy obchodů v posledních letech potvrzují postupný příliv optimismu i na kapitálové trhy v regionu CEE. Nebudeme-li se zabírat jednorázovým poklesem v roce 2016, způsobeným zejména odchodem dvou silných titulů na Standard Marketu, tak velmi pozitivně hodnotím fakt, že objemy realizovaných obchodů byly i v doznívajícím oslabení evropské ekonomiky na Mid Marketu téměř neměnné, samozřejmě v porovnání s mnohem větším a obecně stabilnějším hlavním trhem vídeňské burzy.

<sup>197</sup> Wiener Börse. *Statistics: Yearly statistics*. In: *wienerborse.at* [online]. Neuvédno [cit. 25. 4. 2017].

Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/market-data/statistics/yearly-statistics/>

## WB – Průměrný denní objem obchodů

Ročník	Průměrný denní objem obchodů*
2010	295 mil.
2011	243 mil.
2012	146 mil.
2013	156 mil.
2014	193 mil.
2015	235 mil.
2016	–**

Tabulka č. 6<sup>198</sup>

\* Součet průměrného denního objemu obchodů všech tržních segmentů WB.

\*\* Data za rok 2016 ke dni uzavření rukopisu nebyla k dispozici.

Stejně jako v případě BCPP platí, že ruku v ruce s ožíváním ekonomiky v regionu se zvyšuje i chuť investorů, a postupně dochází ke zvyšování denního objemu obchodů, což potvrzují i neustále se zvyšující hodnoty z prvního čtvrtletí 2017.

## WB – Tržní kapitalizace ke konci roku

Ročník	Prime Market	Standard Market	Mid Market	Tržní kapitalizace ke konci roku*
2010	83 867 mil.	30 941 mil.	777 mil.	115 587 mil.
2011	58 733 mil.	27 801 mil.	760 mil.	87 296 mil.
2012	73 043 mil.	30 755 mil.	1 022 mil.	104 821 mil.
2013	77 843 mil.	5 954 mil.	1 076 mil.	85 024 mil.
2014	71 739 mil.	5 953 mil.	1 988 mil.	79 684 mil.
2015	79 748 mil.	6 234 mil.	1 805 mil.	87 789 mil.
2016**	-	-	-	-

Tabulka č. 7<sup>199</sup>

<sup>198</sup> Wiener Börse. *Statistics: Yearly statistics*. In: *wienerborse.at* [online]. Neuedeno [cit. 25. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/market-data/statistics/yearly-statistics/>

<sup>199</sup> Wiener Börse. *Statistics: Yearly statistics*. In: *wienerborse.at* [online]. Neuedeno [cit. 25. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/market-data/statistics/yearly-statistics/>

\* V celkovém objemu obchodů jsou zahrnuty ještě obchody uskutečněné s jinými investičními nástroji, avšak vzhledem k zanedbatelné výši těchto obchodů nejsou v tabulce jmenovitě uvedeny.

\*\* V době odevzdání rukopisu nebyla data za rok 2016 k dispozici.

K výše uvedeným údajům je potřeba pouze upozornit na výraznou změnu v závěrečné roční kapitalizaci na Standard Market, neboť v průběhu roku ubylo celkem dvanáct obchodovaných titulů na tomto trhu, proto je již tržní kapitalizace ke konci roku 2013 výrazně nižší.

Vzájemnou komparaci trhů provedeme až na závěr této případové studie, avšak již v tuto chvíli lze konstatovat, že burzovní trh ve Vídni je řádově větší než pražský, přesto se oba dva těší přízni investorů a jsou obecně považovány za stabilní a důvěryhodné.

### **7. 3. WARSAW STOCK EXCHANGE (GPW)**

Na burze ve Varšavě se začalo poprvé obchodovat v první polovině 19. století, a to zejména se směnky a v mnohem menší míře také s dluhopisy, akcie se staly předmětem obchodování až koncem století.

V období mezi světovými válkami došlo pro evropské národní kapitálové trhy k nevídanému jevu, kdy po celém Polsku vzniklo několik na sobě nezávislých burzovních domů.<sup>200</sup> Zpočátku byli investoři rozprostřeni poměrně rovnoměrně, v období několika let se však značná většina z nich přesunula na varšavskou burzu, jež se stala brzy dominantní. S vypuknutím druhé světové války však došlo stejně jako v okolních zemích k uzavření burzovního trhu. Po skončení války byl obnoven již pouze trh v polské metropoli.<sup>201</sup>

Vzhledem k tomu, že Polsko sdílí s Českou republikou značnou část podobné historie, zejména co se týká poválečného vývoje a dlouhého období socialismu, není žádným překvapením, že i přes četné snahy a pokusy o efektivní obnovu polského

---

<sup>200</sup> Mimo varšavský vznikly burzovní trhy také v Krakově, Katovicích, Poznani, Lvovu, Lodži i Vilnu.

<sup>201</sup> GPW: *Historia*. In: Gpw.pl [online]. Aktualizováno 2010 [cit. 26. 4. 2017]. Dostupné z: <http://www.gpw.pl/historia>

kapitálového trhu, se více než čtyřicet let nedařilo vzbudit zájem ani emitentů, ani investorů. Postupný návrat k tržnímu hospodářství po roce 1989 a přijetí nezbytných zákonů nakonec zajistily vzkříšení burzy ve Varšavě a v roce 1991 začala fungovat v podobě a pod názvem Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (označována zkratkou GPW), ve které funguje dodnes.

Na rozdíl od BCPP byla varšavská burza poměrně efektivně využita k privatizaci velkých, původně státem vlastněných podniků. Zájem o obchodování na GPW zaskočil i mnohé experty, v prvních letech se každoročně zvyšoval celkový počet obchodovaných titulů téměř dvojnásobně a v druhé polovině roku 1994 se stala, jako první burza z regionu CEE, členem *The World Federation of Exchanges* (WFE – Světová federace burz) a stanula tak po boku burzovních domů jako byly například německá Deutsche Börse či elektronický Nasdaq<sup>202</sup>

Ani varšavská burza není výjimkou v požadavku na povinné členství subjektů, které na jejím trhu uzavírají jednotlivé obchody. Podobně jako burza ve Vídni rozděluje i GPW členy do různých kategorií dle typů obchodů, které mohou vypořádávat a jakou formou účasti se podílí na obchodování a tvorbě trhu.

Co se týká počtu členů GPW, může na burzovním trhu ve Varšavě obchodovat celkem 53 členů, z toho pak 28 domácích a 25 zahraničních subjektů.<sup>203</sup> Skladba členů je totožná s burzami ve Vídni i v Praze, jedná se o největší banky (korporátní i retailové) a makléřské či investiční společnosti zabývající se primárně obchodováním s cennými papíry.

### 7. 3. 1. Hlavní a alternativní trh na GPW

Akcie, respektive cenné papíry, jsou na varšavské burze kótovány buď na hlavním regulovaném trhu (*Main Market*), a nebo na trhu alternativním (*New Connect*). O alternativním trhu New Connect bude řeč později, nyní se podíváme na hlavní trh GPW. V následující grafice uvádím pro úplnost rozdělení varšavského burzovního trhu.

---

<sup>202</sup> World Federation of Exchanges: *WFE Members*. In: world-exchanges.org [online]. Neuveдено [cit. 27. 4. 2017]. Dostupné z: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/members/wfe-members>

<sup>203</sup> GPW: *List of Exchange memers*. In: gpw.pl [online]. Stav k 1. 4. 2017 [cit. 27. 4. 2017]. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/lista\\_czlonkow\\_gieldy\\_en#list\\_of\\_exchange\\_members\\_remote](https://www.gpw.pl/lista_czlonkow_gieldy_en#list_of_exchange_members_remote)



Diagram č. 3 – rozdělení jednotlivých trhů varšavské burzy<sup>204</sup>

Hlavní trh (*Main Market*) byl spuštěn v roce 1991, podléhá polskému orgánu pro finanční dohled (*KNF – Komisja Nadzoru Finansowego*), je Evropské komisi notifikován jako trh regulovaný, probíhá na něm obchodování v aukčním i kontinuálním systému a dále se *Main Market* dělí na jednotlivé úseky. Obecně i na WSE platí, že zařazení titulů na konkrétní trhy má veřejnosti poskytovat zřejmou informaci o ekonomické situaci, výsledcích, historii, renomé a o likviditě akcií dané společnosti. Akcie společností obchodované na regulovaném *Main Marketu* jsou rozděleny do těchto segmentů<sup>205</sup>, a to dle jejich tržní kapitalizace, jež je vypočítávána jako aritmetický průměr za poslední tři měsíce:

- 1) MINUS 5 – akcie společností s kapitalizací do 5 mil. EU
- 2) 5 PLUS – akcie společností s kapitalizací v rozmezí od 5 až do 50 mil. EUR
- 3) 50 PLUS – akcie společností s kapitalizací od 50 do 250 mil. EUR
- 4) 250 PLUS – akcie společností s kapitalizací vyšší než 250 mil. EUR

<sup>204</sup> GPW: *Markets*. In: gpw.pl [online]. Neuvédno [cit. 27. 4. 2017]. Dostupné z:

[https://www.gpw.pl/gpw\\_markets](https://www.gpw.pl/gpw_markets)

<sup>205</sup> Akcie společností s vysokou volatilitou či společnosti v insolvenčním řízení mohou být označeny na tzv. *ALERT LIST* a následně přesunuty pouze na aukční systém obchodování. In: GPW: *Segments division*. In: gpw.pl [online]. Neuvédno [cit. 27. 4. 2017]. Dostupné z:

[https://www.gpw.pl/division\\_segments](https://www.gpw.pl/division_segments)

Lze konstatovat, že varšavský Main Market, co se organizace týká, je prakticky totožný s Prime Markety v Praze a ve Vídni. Z mého pohledu je však mnohem zajímavější, zejména ve vztahu k prvotní veřejné nabídce akcií, alternativní varšavský trh - New Connect. Tento alternativní trh byl založen v roce 2007 s úmyslem vytvořit efektivní alternativu pro rozvíjející se společnosti, zejména v oblasti IT a nových technologií. Organizátor trhu, WSE, si dal za cíl vybudovat stabilní platformu, jež by přesvědčila společnosti nabídnout své akcie a tím vzbudila dostatečný zájem investorů. Myslím si, že společnost WSE několikrát překonala svůj původní cíl, což mimo jiné dokazují i čísla:

#### **New Connect – počet společností, jejichž akcie byly ke konci roku obchodovány**

Ročník	Průměrný denní objem obchodů*
2007	24
2008	84
2009	107
2010	185
2011	351
2012	429
2013	445
2014	431
2015	418
2016	406

Tabulka č. 8<sup>206</sup>

Za pozornost stojí velmi rychlý růst i v letech, kdy evropská ekonomika byla v poklesu či stagnovala. Trhu New Connect se povedlo za svoji poměrně krátkou existenci stát se druhým trhem<sup>207</sup> v rámci celé Evropy co do počtu společností, jež se

<sup>206</sup> GPW: *Annual market statistics*. In: gpw.pl [online]. Neuvedeno [cit. 29. 4. 2017]. Dostupné z: [http://www.newconnect.pl/index.php?page=market\\_statistics\\_annual](http://www.newconnect.pl/index.php?page=market_statistics_annual)

<sup>207</sup> Prvním je alternativní trh LSE (*London Stock Exchange*), na němž je dlouhodobě obchodováno více než tisíc společností. In: GPW: *NewConnect Report 2015*. In: gpw.pl [online]. Květen 2015 [cit. 30. 4. 2017]. Dostupné z: [https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/NEWCONNECTraport2015\\_ang.pdf](https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/NEWCONNECTraport2015_ang.pdf)

rozhodly kótovat své akcie na alternativním trhu. Úspěch New Connectu potvrzuje rovněž fakt, že si ho pro své emise vybralo i velké množství zahraničních emitentů, včetně českých společností.

Existenci trhu New Connect, přestože se nejedná o standardní regulovaný trh pro IPO, velmi oceňuji a věřím, že jeho spuštění přispělo k rozvoji inovativních společností, obzvláště v období ekonomických turbulencí na přelomu prvního desetiletí, kdy banky postupně zpříšňovaly úvěrové podmínky pro korporátní klientelu a mezi držiteli soukromého kapitálu panovala přehnaná opatrnost a skepse k jakýmkoli investicím. Díky New Connectu tak vznikla tolik potřebná alternativa k úvěrovému financování a společnosti, které měly nakročeno k rychlému růstu, mohly expanzi financovat prostřednictvím emise svých cenných papírů právě na polském trhu New Connect.

### 7. 3. 2. Přijetí k obchodování na Main Market a New Connect

Varšavská burza stanovuje zároveň podmínky společné pro přijetí jak na hlavní, tak paralelní (alternativní) trh a jsou jimi zejména:<sup>208</sup>

- schválený prospekt regulátorem,
- neomezená převoditelnost akcií,
- společnost nesmí být v insolvenčním řízení,
- minimální kapitalizace společnosti musí odpovídat alespoň 15 mil. EUR<sup>209</sup>,
- množství vlastníků akcií společnosti poskytuje dostatečnou jistotu následné likvidity,
- akcie nabídnuté veřejnosti (free float) minimálně 15% z celkového počtu či 100 tis. kusů akcií v hodnotě vyšší než 1 mil. EUR.

---

<sup>208</sup> GPW: *Conditions of admission*. In: gpw.pl [online]. Neuveдено [cit. 30. 4. 2017]. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/conditions\\_of\\_admission](https://www.gpw.pl/conditions_of_admission)

<sup>209</sup> Tato částka může být nižší, konkrétně 12 mil. EUR, pokud byly akcie společnosti obchodovány v rámci jiného regulovaného trhu po dobu nejméně 6 měsíců.



Dále WSE požaduje splnění těchto přísnějších podmínek pro přijetí na Main Market:

- všechny akcie musí být stejného druhu,
- free float minimálně 25% z celkového počtu, popř. minimálně 500 tis. kusů akcií v hodnotě alespoň 17 mil. EUR<sup>210</sup>,
- emitent zveřejnil své účetní závěrky, ověřené auditorem, za alespoň tři po sobě finanční roky.

Zároveň správní rada WSE (*Exchange Management Board*) avizuje v podmínkách přijetí, že v rámci posuzování žádosti o přijetí akcií k obchodování bude u jednotlivých emitentů individuálně posuzovat například současné a očekávané finanční výsledky, zamýšlené budoucí aktivity v souvislosti se získaným kapitálem, důvěryhodnost řídicích osob společnosti, sektor, ve kterém podniká a mnohé další. Osobně považují hodnocení těchto obecnějších faktorů za přínosné pro stabilitu kapitálového trhu, neboť je zde individualizované rozhodování, které může odhalit případné praktické dopady a efektivně zmírnit rizika skrytá za objektivními čísly a ekonomickými ukazateli.

Co se týká nároků pro přijetí na trh New Connect, jsou pochopitelně nižší, než pro přijetí na Main Market a emitujícím společnostem postačuje splnit obecné podmínky. Dle mého názoru jsou však dvě specifika trhu New Connect, která rozhodně stojí za zmínku. Tou první je vyhotovení informačně velmi obsáhlé a kvalitně zpracované brožury „Your Guide to New Connect“<sup>211</sup>, jež slouží jako informační a propagační materiál zejména pro budoucí emitenty, kterým je v něm podrobně, leč stručně, vysvětleno, co vše je spolu se vstupem na trh New Connect čeká. Za druhé, oceňuji inspiraci WSE ve Spojených státech a na jiných alternativních trzích v rámci Evropy, kdy se rozhodla zavést institut podobný statutu *Capital Market Coach*, který je k dispozici emitentům na alternativním trhu ve Vídni. V případě New Connectu je tento statut označován jako *Authorised Adviser*, ale jeho účel a funkce jsou prakticky totožné

---

<sup>210</sup> Pokud celkový objem emise nedosahuje či nedosáhne této částky, lze individuálním rozhodnutím správní rady WSE splnění této podmínky prominout.

<sup>211</sup> GPW: *Your guide to New Connect*. In: gpw.pl [online]. 1. 2. 2017 [cit. 2. 5. 2017]. Dostupné z: [http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/Your\\_guide\\_NewConnect.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/Your_guide_NewConnect.pdf)

- tedy maximální podpora (před kotací i po ní) a pomoc společnostem, chystajícím se veřejně nabídnout své akcie na trhu New Connect. Stejně jako ve Vídni, je i ve Varšavě běžnou praxí, že statut Authorised Advisera je přidělen běžně makléřským společnostem, auditorským či advokátním kancelářím, jejichž dosavadní činnost poskytuje dostatečnou záruku o znalostech a zkušenostech s fungováním kapitálových trhů. Jediným rozdílem je, že zatímco Capital Market Coach v Rakousku poskytuje obligatorně podporu minimálně po dobu jednoho roku, na varšavském New Connectu je tato podpora požadována nejméně po následující tři roky v návaznosti na IPO společnosti a listing jejích akcií. Správní rada může, na žádost emitenta, od podmínky tříleté spolupráce s Authorised Adviserem, v odůvodněných případech upustit, nejdříve však po jednom roce spolupráce.

### 7. 3. 3. Poplatkový řád GPW

Pro ucelený pohled na fungování varšavské burzy je potřeba na tomto místě uvést výši hlavních poplatků, které jednotliví členové či emitenti musí uhradit, aby mohli na trhu obchodovat. K usnadnění komparace jsou opět veškeré částky uvedeny v eurech.

#### **Poplatky pro emitenty spojené s kotací akcií na Main Market<sup>212</sup>**

<b>Oficiální a sekundární trh</b>	<b>výměra</b>	<b>částka</b>
Oznámení emise na trhu	-	<b>710 EUR</b>
Poplatek za listing (1. rok)	0,015% z objemu	<b>950 - 11 370 EUR</b>
Poplatek za listing (násl. roky)	0,02% z objemu	<b>2 130 – 16 580 EUR</b>

<sup>212</sup> GPW: *WSE Rules*. In: gpw.pl [online]. Platné od 1. 1. 2016 [cit. 2. 5. 2017]. Dostupné z: <https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/rules-wse.pdf>

### Poplatky pro emitenty spojené s kotací akcií na New Connect<sup>213</sup>

Oficiální a sekundární trh	výměra	částka
Přijetí primární emise na trh	-	<b>1 420 EUR</b>
Poplatek za listing (1. rok)	-	<b>360 EUR</b>
Poplatek za listing (násl. roky)	0,02% z objemu	<b>710 – 1 890 EUR</b>

Opět si dovoluji upozornit na rozdílnou výši poplatků mezi jednotlivými trhy. Myslím si, že nastavené poplatky jsou v rozumné výši a v případě trhu New Connect objektivně reflektují jeho charakter, tedy vyšší částka za přijetí emise na trh, avšak první rok osvobozen od poplatků z objemu transakcí. Následné obchodování pak již za zvýšenou cenu, přesto nadále nesrovnatelně nižší, než na Main Marketu.

### Členské burzovní poplatky<sup>214</sup>

Níže v tabulce YZ uvedeny poplatky, jež jsou povinni hradit členové burzy za členství a možnost účastnit se obchodování.

Poplatky za členství GPW	částka
jednorázový	<b>1 780 EUR</b>
čtvrtletní	<b>1 780 EUR</b>

Na rozdíl od pražské a vídeňské burzy je poplatkový systém na WSE poměrně komplikovaný a nepřehledný. Vedle běžných poplatků za provedené obchody jsou členové burzy vázáni k platbám za přístup do obchodního (informačního) systému WSE, mají-li o něj zájem – prakticky však bez něj nelze řádně obchodovat. Zavádějící může pro členy být takový poplatkový řád v tom, že spousta výsledných částek je poskládána z variabilních složek a volitelných položek. Věřím, že modularita členství

<sup>213</sup> GPW: *WSE Rules*. In: gpw.pl [online]. Platné od 1. 1. 2016 [cit. 2. 5. 2017]. Dostupné z: <https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/rules-wse.pdf>

<sup>214</sup> GPW: *How to become a member of the WSE?*. In: gpw.pl [online]. Neuvedeno [cit. 3. 5. 2017]. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/jak\\_zostac\\_czlonkiem\\_gieldy\\_en](https://www.gpw.pl/jak_zostac_czlonkiem_gieldy_en)

může být pro některé členy výhodou, avšak osobně bych z pozice člena burzy (či případně emitenta) preferoval jeden fixní poplatek, byť o něco vyšší, než překombinované a matoucí sazebníky. V tomto ohledu by se dle mého mohla WSE inspirovat u organizátora pražského trhu.

#### 7.3.4. Obchodování na GPW v číslech

Na závěr zkoumání burzovního trhu ve Varšavě uvádím i jednotlivé objemy proběhnuvších obchodů. Pro lepší přehlednost jsou data za Main Market i New Connect v rámci jedné tabulky. Zkoumané období je stejné, jako v případě BCPP a WB, tedy roky 2010 až 2016 včetně. Veškeré částky jsou opět uvedeny v eurech.

#### **Celkový objem obchodů**

Celkový součet nominálních hodnot veškerých transakcí provedených za jeden celý burzovní rok bez zahrnutí vedlejších ekonomických položek. Uvedená data se vztahují pouze na objem obchodů emitovaných akcií, nikoliv dluhových cenných papírů či jiných investičních nástrojů.

#### **WSE – Celkový objem obchodů s akciemi**

Ročník	Main Market	New Connect	Celkový objem obchodů*
2010	56 230 mil.	443 mil.	73 530 mil.
2011	64 350 mil.	469 mil.	60 154 mil.
2012	48 690 mil.	312 mil.	36 089 mil.
2013	61 475 mil.	294 mil.	38 722 mil.
2014	55 890 mil.	344 mil.	47 735 mil.
2015	54 070 mil.	468 mil.	58 384 mil.
2016	48 550 mil.	326 mil.	55 930 mil.**

Tabulka č. 9<sup>215</sup>

\* V celkovém objemu obchodů jsou zahrnuty ještě s ostatními investičními produkty, avšak vzhledem k zanedbatelné výši těchto obchodů nejsou v tabulce jmenovitě uvedeny.

<sup>215</sup> GPW: *Annual market statistics*. In: gpw.pl [online]. Neuvedeno [cit. 29. 4. 2017]. Dostupné z: [http://www.newconnect.pl/index.php?page=market\\_statistics\\_annual](http://www.newconnect.pl/index.php?page=market_statistics_annual)

### GPW – Průměrný denní objem obchodů

Ročník	Průměrný denní objem obchodů*
2010	295 mil.
2011	243 mil.
2012	146 mil.
2013	156 mil.
2014	193 mil.
2015	235 mil.
2016	- **

Tabulka č. 10<sup>216</sup>

\* Součet průměrného denního objemu obchodů všech tržních segmentů GPW.

\*\* Data za rok 2016 nebyla

Dostupná data z prvního čtvrtletí roku 2017 na GPW potvrzují stejný trend z Prahy i Vídně, a to, že postupně roste investiční apetit a denní objemy obchodů se stabilně zvyšují, očekávaný je také drobný nárůst tržní kapitalizaci ke konci roku 2017.

### GPW – Tržní kapitalizace ke konci roku

Ročník	Main Market	New Connect	Tržní kapitalizace ke konci roku*
2010	191 155 mil.	1 233 mil.	192 388 mil.
2011	154 287 mil.	2 036 mil.	156 323 mil.
2012	176 171 mil.	2 661 mil.	178 832 mil.
2013	201 787 mil.	2 647 mil.	204 434 mil.
2014	300 710 mil.	2 190 mil.	302 900 mil.
2015	259 887 mil.	2 080 mil.	261 967 mil.
2016	267 773 mil.	2 352 mil.	270 125 mil.

Tabulka č. 11<sup>217</sup>

<sup>216</sup> GPW: *Annual market statistics*. In: gpw.pl [online]. Neuvedeno [cit. 29. 4. 2017]. Dostupné z: [http://www.newconnect.pl/index.php?page=market\\_statistics\\_annual](http://www.newconnect.pl/index.php?page=market_statistics_annual)

\* V celkovém objemu obchodů jsou zahrnuty pouze obchody s akciemi na regulovaném Main Market a alternativním trhu New Connect.

V souvislosti s výše uvedenými údaji pouze naposledy zdůrazním značný úspěch trhu New Connect, neboť přestože na hlavních i alternativních segmentech většiny burzovních trhů v Evropské unii došlo po roce 2010 ke značnému poklesu objemu transakcí a v návaznosti na to také tržní kapitalizace, trh New Connect si po celou dobu ekonomických turbulencí udržel prakticky stejné počty titulů i jejich tržní kapitalizace.

#### **7. 4. Vyhodnocení případové studie**

Na začátku této případové studii jsem si kladl za cíl co nejlépe přiblížit fungování nejvýznamnějších trhů v regionu. Pro tento účel jsem záměrně zvolil postupně burzovní trhy v Praze, Vídní a Varšavě.

Mou snahou bylo také představit jednotlivé ekonomické údaje, aby si čtenář mohl udělat představu o trhu jako takovém, neboť právní rámec, jak bylo vysvětleno v tematické části práce, je na všech trzích v důsledku sbíhající evropské legislativy prakticky totožný.

Nikoho pravděpodobně nezaskočí relativně malá velikost českého burzovního trhu, co však osobně považuji za zajímavé zjištění, tak je nejen velikost, ale rovněž jistá progresivita a vyspělost varšavské burzy cenných papírů. Bez znalosti konkrétních ukazatelů a souvislostí by dle mého názoru velká část veřejnosti pochybovala o tom, že vídeňský burzovní trh bude, co do velikosti i organizace, o několik příček vpřed před rakouským trhem. Opak je však pravdou, přestože bylo Polsko ještě před třiceti lety součástí východního bloku, dokázalo po politickém převratu začátkem devadesátých let minulého století efektivně nastartovat vnitřní kapitálový trh, pomocí něhož zároveň zprivatizovalo ty největší národní podniky, a během následujících let vybudovat efektivní, stabilní a důvěryhodný burzovní trh, který patří mezi největší v Evropě.

---

<sup>217</sup> GPW: *WSE Factbook 2017*. In: [gpw.pl](http://gpw.pl) [online]. Neuveдено [5. 3. 5. 2017]. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/Fact\\_book\\_2017](https://www.gpw.pl/Fact_book_2017)

Velkou zásluhu na tom má dlouhodobě konzistentní vedení WSE, organizátora hlavního i alternativního polského trhu, jež se postupně snaží přilákat více investorů a emitentů z celé Evropské unie a posílit své postavení mezi evropskými kapitálovými trhy. Poslední velké rozhodnutí z roku 2007, a to spuštění alternativního trhu New Connect, posunulo varšavský trh zase o několik kroků dále od konkurence. Navíc díky velmi dobře vedenému marketingu každé nové emise na tomto alternativním trhu ze strany WSE, jsou všechna IPO sledována pečlivě investory napříč Unií a pro velkou množství emitentů, zejména z řad technologických společností se tak trh ve Varšavě stává volbou číslo jedno pro jejich veřejnou nabídku. Tyto společnosti pak dále oceňují nižší transakční náklady, než na trhu londýnského organizátora.

Jak je však vidno, velký kus práce za poslední dvě desítky let má za sebou i BCPP, jež samozřejmě nemůže svými objemy obchodů konkurovat ani jednomu ze srovnávaných trhů, ale přesto oceňuji její snahy o spuštění a provozování trhu START, resp. FREE a přehlednost poskytovaných informací o emitentech, členech burzy a obchodování jako takovém. Velmi dobře strukturované informace poskytuje rovněž burza ve Vídni, kdežto u polského organizátora trhu osobně spatřuji ještě značný prostor pro zlepšení.

## Závěr

Cílem mé rigorózní práce bylo komplexně představit proces prvotní veřejné nabídky akcií obchodních společností, častěji označován a známější pod zkratkou anglického IPO (*Initial public offering*). S ohledem na zjevné rozdíly mezi kapitálovými trhy v Americe, Asii a Evropě by nebylo vhodné zabývat se společnými rysy a snažit se vytvořit ucelený návod pro emitenty, jenž by byl společný pro IPO na všech trzích. Z tohoto důvodu jsem se rozhodl již od počátku věnovat právní, respektive obecně regulatorní, úpravě veřejné nabídky cenných papírů v Evropské unii s přihlédnutím ke specifickým českého kapitálového trhu.

Maastrichtská smlouva, přijatá v roce 1992, zavedla liberalizaci volného pohybu kapitálu v rámci Evropské unie a otevřela tak cestu k prakticky neomezenému zdroji finančních prostředků pro společnosti a nepochybně také k obrovskému množství různých investičních příležitostí pro investory.

Podíváme-li se na dlouhodobou a soustavnou snahu evropských zákonodárců o úpravu nejenom prvotní veřejné nabídky, je nám zcela zřejmý významný zájem Evropské unie na fungování kapitálových trhů jak v rámci Unie jako celku, tak v jednotlivých členských státech. Přestože jsou pokusy o důslednou unifikaci právních předpisů ze strany Unie na mnoha frontách a v mnoha ohledech kritizována, myslím si, že v případě poskytování finančních služeb a regulace kapitálových trhů je nezbytná. Ať už se na to podívám z pohledu emitenta nebo investora, je pro oba účastníky trhu přínosné, existují-li jednotné standardy pro veřejné regulované trhy napříč členskými státy Evropské unie. Výše uvedené platí o to více v současné době, kdy většina obchodů s cennými papíry probíhá čistě elektronickou formou a účastník tak může být přítomen obchodování na několika unijních trzích současně.

Důležitým aspektem harmonizace evropské právní úpravy v oblasti obchodování na kapitálových trzích je také ochrana investorů, která je realizována zejména prostřednictvím nastavení povinného minima sdělovaných informací, následné zvýšené povinnosti transparency emitentů a dalších aspektů, protože jedině při důsledném



vymáhání těchto povinností lze pak považovat jednotlivé trhy v členských státech za, z právního hlediska, stejně vyspělé, umožňující onen kýžený volný pohyb kapitálu a poskytující důslednou ochranu všem investorům.

Za první důležitý počín ve snaze o co nejefektivnější regulaci kapitálových trhů lze rozhodně označit sestavení komise a vypracování Lamfalussyho zprávy. Baron Lamfalussy a jeho spolupracovníci měli za úkol identifikovat nedostatky týkající se fungování jednotlivých trhů v členských státech Unie a prostřednictvím návrhů vhodných opatření a možného budoucího legislativního rámce pomoci tyto nedostatky odstranit. Na stabilitě jednotlivých trhů nemají zájem pouze emitující společnosti a investoři, ale rovněž jednotlivé vlády, importéři, exportéři a v neposlední řadě také unijní občané. Zamyslíme-li se nad tím, co bylo příčinou největších hospodářských recesí minulého století, dojdeme zákonitě k závěru, že valná většina z nich začínala citelným propadem či přímo zhroucením významného kapitálového trhu. Následky však vždy pocítili prakticky všichni, nikoliv pouze ti, co se obchodování účastnili.

Celoevropský zájem na společné regulaci kapitálových trhů je tedy naprosto pochopitelný a závěry i výsledky práce Lamfalussyho pracovní skupiny můžeme z dlouhodobého hlediska hodnotit jako přínosné, jelikož na základě její činnosti vznikly stěžejní unijní akty, jako jsou především směrnice o prospektu, směrnice o trzích finančních nástrojů či směrnice o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem.

Zájem o pokračující společné legislativní směřování v oblasti kapitálových trhů potvrzuje, zejména v přímém vztahu k IPO a cenným papírům, aktuální příprava nového nařízení o prospektu, které by se mělo stát účinným a přímo aplikovatelným do konce roku 2019.

Unijní legislativa tedy téměř výlučně harmonizuje předpisy právně relevantní pro prvotní veřejnou nabídku a národní předpisy členských států pouze vytyčené cíle, potažmo požadované náležitosti, blíže konkretizují. Často však národní parlamenty nemají tendenci režim pro emitenty či investory jakkoliv zpříšňovat, prakticky to samé platí i pro jednotlivé regulátory. Lze tedy shrnout, že členské státy a jejich orgány považují právo Evropské unie v oblasti kapitálových trhů za dosti určité a dostatečné.

Osobně za největší přínos na území Evropské unie, a to nejen pro účely IPO, považují zavedení institutu *jednotného evropského pasu* do praxe. Díky možnosti vzájemného uznávání vymezených schvalovacích procesů, dokumentů a rozhodnutí ze strany národních regulátorů mohou společnosti (nejen emitenti, ale například také investiční zprostředkovatelé a jiní) nabízet své služby a investiční nástroje v kterémkoli členském státě Evropské unie bez toho, aniž by musely procházet celý schvalovací proces znovu vždy na úrovni regulátora konkrétního členského státu. V souvislosti s veřejnou nabídkou tedy umožňuje jednotný evropský pas schválení prospektu pouze jedním regulátorem, k nabídce pak může dojít na jakémkoliv kapitálovém trhu v rámci Unie. Toto je hojně využíváno zejména pro tzv. *duální kotaci*, kdy emitenti volí alespoň dva trhy, na kterých akcie své společnosti nabídnou a požádají o jejich přijetí k obchodování.

Vzhledem k výše uvedenému pak čtenáře nepřekvapí, že co se týká zákonných požadavků na prvotní veřejnou nabídku akcií společnosti, je postup v jednotlivých členských státech v podstatě totožný. Při vypracovávání této práce jsem měl možnost vedle unijního rámce seznámit se nejen s českou, ale také s právní úpravou francouzskou, rakouskou, polskou či německou, čímž jsem si potvrdil svá zjištění, a to že odlišnosti jsou naprosto minimální.

Následující závěry o primární emisi tedy dovozují zejména z předpisů Evropské unie, popřípadě také z českého zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Přesto, že jsem se o to pokoušel, bylo velmi složité jednotlivé fáze a postupy v průběhu IPO od sebe striktně oddělit a zaobírat se jimi samostatně. Úprava a celková problematika veřejné nabídky cenných papírů je názorná ukázka praktického průniku práva soukromého, práva veřejného a ekonomie. Na to je ostatně třeba pamatovat po celou dobu prvotní veřejné nabídky akcií, neboť často společnosti dojdou k ryze ekonomickému rozhodnutí emitovat a nabídnout své cenné papíry na trhu, aniž by si uvědomovaly, jaký, zejména z pohledu právního, náročný a zdlouhavý proces je může čekat, než vůbec dojde k prvnímu úpisu akcií společnosti na veřejném regulovaném trhu a zisku požadovaného kapitálu.

Prvním krokem, jež musí každá akciová společnost ještě před samotným IPO učinit, je rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu. K tomu může dojít vydáním nových akcií nebo má společnost také možnost zvýšit svůj kapitál veřejnou nabídkou akcií současných. Jakou formou bude společnost základní kapitál zvyšovat, nemá vliv na následnou přípravou, ani realizační fázi, kdy musí vždy dojít k transformačnímu procesu společnosti, tj. zejména přijetí mezinárodních účetních standardů (IFRS), přechod na zásady řízení společnosti dle standardů OECD (corporate governance) a připravit se na řádné plnění povinností transparency, které společnost čekají spolu se vstupem na veřejný regulovaný trh.

V samostatné kapitole této práce jsem se věnoval stěžejnímu dokumentu IPO - prospektu cenného papíru, jenž je téměř každý emitent povinen vyhotovit v souvislosti s primární veřejnou nabídkou svých akcií. Prospekt je jedním z mála dokumentů, resp. institutů, jehož konkrétní náležitosti zákon o podnikání na kapitálovém trhu upravuje. Pokusil jsem o ucelené představení tohoto klíčového dokumentu, včetně vymezení subjektů, na něž povinnost prospekt vyhotovit a zveřejnit dopadá, stejně tak jsem se zaměřil na konkrétní obsahové záležitosti, jazyk prospektu, lhůty pro schválení a vysvětlil jsem i institut dodatku prospektu.

Po důkladném zkoumání musím konstatovat, že právní úprava prospektu v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu, která přímo vychází ze současné směrnice o prospektu, je jasná a určitá a, dle mého názoru, poskytuje dostatečnou ochranu potenciálním investorům. Zároveň jsem přesvědčen, že jednotlivé nároky na emitenty při sestavování prospektu nejsou nikterak přehnané a nadměrně je nezatěžují.

V této kapitole jsem rovněž zmínil připravované změny vážící se k novému nařízení o prospektu, jež by mělo zcela nahradit současnou směrnicí o prospektu a definitivně sjednotit požadavky na evropském kapitálovém trhu. Hlavním cílem nařízení je však usnadnit zejména malým a středním podnikům přístup na finanční trhy, a tím k různorodějším možným zdrojům financování napříč celou Evropskou unií, nejedná se tedy o předpis, který by měl přímou návaznost na proces IPO.

V rámci práce bylo konstatováno, že pro úspěšnost prvotní nabídky je naprosto klíčovým marketing celé emise a následné stanovení emisního kurzu. Toto je však

úloha, kterou běžně přebírají manažeři emisí (*underwriters*), a proto na emitujících společnostech pouze zůstává kvalitní výběr těchto spolupracujících subjektů. V souvislosti s pozicí underwritera byla také zdůrazněna jeho, často opomíjená, funkce, kterou je snaha o stabilizaci kurzu nově emitovaných akcií, a to pomocí tzv. gree-shoe opce. Kladně hodnotím fakt, že tuto opci standardně organizátoři burzovních trhů tolerují, neboť jsem přesvědčen, že je v zájmu stability celého burzovního trhu, pokud se kurz emise vymaní z nežádoucího IPO efektu.

Přestože organizátoři jednotlivých burzovních trhů (Burza cenných papírů Praha, Weiner Börse a další) jsou ze své podstaty konkurenčními subjekty, je zajímavé, že překážky, poplatky a celý proces týkající se přijímání cenných papírů na svůj trh je stejně jako legislativní úprava téměř identický.

Samostatným článkem v celém procesu, který nesmí být opomenut, je národní regulatorní orgán (zpravidla národní banka členského státu, popřípadě samostatná instituce), jenž prostřednictvím svých podzákonných předpisů může zpříšňovat požadavky na emitenty, popř. organizátory trhu a který následně vykonává dozor a dohled nad průběhem obchodování na příslušném kapitálovém trhu. Nutno však říci, že mezi jednotlivými národními regulátory není jediný, který by vyčníval a zásadně zasahoval svou normotvorbou do fungování trhu, naopak, regulátoři se v duchu zachování otevřených unijních trhů snaží vstupní bariéry minimalizovat a zasahují pouze v nezbytně nutných případech.

Zaujalo mne, že i přes určité odlišnosti kapitálových trhů v Evropě a v Severní Americe převzala unijní právní úprava poměrně velké množství institutů a ustanovení právě ze Spojených států. Výraznou snahu o připodobnění lze pak spatřovat ve vytvoření instituce ESMA jakožto orgánu Evropské unie, jehož funkce původně měla odpovídat americké regulační Komise pro cenné papíry (SEC). Na druhou stranu však musím upozornit na fakt, že ESMA v praxi nedisponuje oprávněními (zejména kontrolními a sankčními) v takovém rozsahu jako právě SEC. Ačkoliv nikterak nezpochybňuji úlohu či zásluhy jednotlivých národních regulátorů, zastávám názor, že existuje-li společný unijní *quasidohledový orgán*, měl by v rámci dohledu a případného

incidentního sankcionování nahradit národní regulátory a vykonávat určitou supranacionální dozorovou funkci.

V rámci úvahy *de lege ferenda* si pak dokáží představit, že by například veškeré prospekty cenných papírů, jež se emitenti chystají nabízet na kterémkoliv kapitálovém trhu členských států Evropské unie, schvalovala právě ESMA. Rovněž je dle mého opodstatněná diskuse nad způsobem plnění transparenčních povinností, kdy by nedocházelo pouze k uveřejňování směrem k subjektům účastnícím se obchodování na konkrétním regulovaném trhu, ale emitenti by mohli plnit zákonnou informační povinnost přímo k příslušným vnitřním orgánům ESMA a následně by byly veškeré zaslané dokumenty evidovány v registru. Tím by mohla ESMA zastávat funkci určitého jednotného centra informací jak pro emitenty, tak v tomto případě zejména pro investory. Jakkoli pozitivní jsou snahy o celounijní regulaci fungování kapitálových trhů, věřím, že jeden centrální regulatorní orgán by opět posunul Evropskou unii v tomto směru dál.

Ve svých dřívějších pracích, které jsem věnoval ať už veřejné nabídce cenných papírů či investování na kapitálovém trhu, jsem v souvislosti s postavením ESMA vyslovil názor, že v Evropě není možné aplikovat stejné regulace, jež jsou uplatňovány na trhu ve Spojených státech, což jsem obhajoval především odlišností americké investiční i ekonomické kultury a v neposlední řadě také velikostí amerického kapitálového trhu. S postupem času a s množstvím získaných poznatků se však postupně přikláním k argumentaci, že pokud je přáním Evropské unie, aby měla silný, rozvinutý a co nejstabilnější kapitálový trh, není třeba se obávat zavedení přísnějších pravidel, například dle vzoru Spojených států, neboť pokud neexistuje dostatečně určitý a jasně formulovaný regulatorní rámec, investorská kultura a s ní i velikost trhů nebude mít možnost postupně růst.

Napříč celou prací jsem se snažil názorně dokázat, že celý proces IPO, jakožto alternativní varianta k úvěrovému financování, je nejen značně komplikovaný z hlediska právního i ekonomického, ale rovněž zdoluhavý a nákladný. Společnosti by proto měly velmi dobře zvážit, zda je emise jejich akcií, potažmo cenných papírů,

vhodnou formou získání kýžených finančních prostředků, ať už pro své aktivity či pro vyplacení stávajících akcionářů. Současní akcionáři a majitelé těchto společností by měli své plánované rozhodnutí podrobit kritické diskusi a důsledně uvážit všechny možné důsledky, jež bude mít nabídka akcií společnosti na veřejném trhu, protože komplikovanost procesu primární emise je následně doplněna rovněž o množství povinností, které jsou na společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodovány, kladeny – zveřejňování podrobných ekonomických údajů, povinnosti rozsáhlé transparency vůči veřejnosti a mnohé další.

Nerad bych však, aby výše uvedené vyznělo skepticky. Osobně věřím, že prvotní veřejná nabídka akcií je velmi vhodným zdrojem příjmů pro společnosti. Důležité je však pamatovat na dva klíčové faktory, které zásadně ovlivňují, zda má vůbec emitent šanci na úspěch.

Prvním z těchto faktorů je obecně emitující společnost a konkrétní aktivity této společnosti. Bylo by naprosto mylné myslet si, že proces IPO může podstoupit jakákoliv společnost, jež preferuje možnost získat finance na veřejném trhu před úvěrovým financováním či vstupem strategického, popř. finančního investora. Společnost, která hodlá emitovat své akcie a nabídnout je na kapitálovém trhu investorské veřejnosti musí splňovat spoustu podmínek, a to nejen těch zákonných, které byly vysvětleny při popisu celého procesu primární emise ve čtvrté kapitole této práce. Musí se jednat o společnost s růstovým potenciálem, o společnost, která je schopna portfoliem svých produktů či služeb zaujmout co nejvíce potenciálních investorů. Takováto společnost by měla mít, alespoň v souvislosti s přechodem na corporate governance, dostatečně vyvinuté vnitřní procesy, nezbytné finanční výsledky a jasnou vizi, jak s prostředky, které případně při IPO získá, naloží a co od ní mohou budoucí investoři (akcionáři) očekávat. Přesto nemusí jít pouze o zavedené korporace, jež na trhu působí desítky let, důležitá je zejména vnitřní struktura a dynamika konkrétní emitující společnosti.

Druhým, neméně důležitým aspektem, je volba vhodného trhu. Vzhledem k tomu, že volbě trhu přisuzují velkou důležitost, byla jí věnována samostatná kapitola této práce. Mladé technologické společnosti, s jedním konkrétním produktem, avšak s velkými plány do budoucna a silným zázemím, mohou samozřejmě uvažovat o IPO a

sám bych jim to dokonce často doporučil, ale bylo by přinejmenším naivní předpokládat, že takováto společnost bude moci provést primární emisi na některém z hlavních burzovních trhů v rámci Evropské unie. Naopak pro tyto společnosti je vždy optimální vybírat z nabídky alternativních tržních segmentů jednotlivých organizátorů burzovních trhů. To samé platí naopak, například velký výrobce automobilových součástek by zbytečně snížil možný objem celé emise, kdyby si ke kotaci svých akcií vybral některý z menších trhů s nižším počtem aktivních investorů. Tyto příklady jsou samozřejmě pouze ilustrativní, o to více však mají sloužit jako připomínka toho, že je nezbytné při výběru trhu a při posuzování vhodnosti IPO pro konkrétní společnost postupovat vždy individuálně s přihlédnutím ke všem možným nuancím.

Rád bych se ještě vrátil k hlavnímu důvodu volby tématu mé práce, který úzce souvisí s obecnou dostupností pramenů v souvislosti s primární emisí, a stejně tak i s informovaností právnické veřejnosti o prvotní veřejné nabídce akcií společnosti.

Věřím, že emise akcií, popř. dluhopisů, společnosti je ekonomicky velmi efektivní nástroj financování. Rovněž jsem přesvědčen, že IPO nemusí primárně zajímat pouze největší hráče na obchodním trhu a již etablované společnosti, ale že může posloužit i středním podnikům či novým společnostem zabývajících se inovativními technologiemi. Bohužel si však malou míru využití, a to především v regionu CEE, vysvětlují mimo jiné velmi nízkou informovaností jak majitelů společností, tak i jejich poradců, auditorů, firemních právníků, advokátů a dalších, kteří by jim často veřejnou nabídku mohli doporučit jako vhodnou alternativu. Obávám se, že obecně značné množství vlastníků společností vnímá IPO pouze jako možnost, která se týká pouze několika nejznámějších celosvětových společností, a tudíž nabývají automaticky dojmu, že jich se tato forma financování vůbec netýká. Nekritizuji snahu organizátorů burzovních trhů nalákat na své hlavní trhy co nejznámější společnosti a s nimi i co největší investory, avšak někdy to na mě působí tak, že na úkor největších emisí se zapomíná na menší trhy, které však mohou mít obrovský progresivní potenciál. Přeci i startupové společnosti a etablované střední podniky jsou schopné dostatečnému množství investorů poskytnout stabilní investiční nástroj ve svých cenných papírech. Z dlouhodobého hlediska pak může organizátor alternativních trhů profitovat z určité konkurenční výhody, jako jsme viděli na příkladu varšavského GPW, jenž provozuje prestižní alternativní trh New Connect.

Za nedostatečnou v tomto ohledu nepovažuji pouze komunikaci jednotlivých organizátorů směrem k potenciálním emitentům, ale také obecně dostupnost pramenů, jež by se procesem prvotní veřejné nabídky zabývaly. Kladně mohu hodnotit pouze angloamerickou literaturu a publikační činnost jak amerických organizátorů trhů, tak americké SEC.

Co se týká evropských orgánů, národních regulátorů či akademiků zaměřujících se na evropské kapitálové trhy, je množství zdrojů, ze kterých lze čerpat, značně omezené. Literatura se pak primární emisi věnuje nejčastěji pouze z ekonomické stránky a právní aspekty emise jsou značně upozaděny. Není divu, že společnosti, jež se specializují na pomoc společnostem v průběhu IPO (mám na mysli zejména právní týmy advokátních kanceláří a manažery emisí) si své získané znalosti pečlivě střeží a poskytují je pouze jako součást svých služeb. Tento postoj je z jedné strany pochopitelný, neboť odborníků v této oblasti je na evropském trhu malé množství a ve chvíli, kdy emitující společnosti vybírají spolupracující týmy a partnery pro IPO, je jedinečné know how velkou konkurenční výhodou.

Na druhou stranu však věřím, že by přispělo k rozvoji evropských kapitálových trhů, kdyby se povědomí o IPO jakožto o efektivním zdroji financování prohloubilo, neboť v současnosti je dlouhodobým a převažujícím trendem, zejména ve zkoumaném regionu CEE, úvěrové financování, jež nemusí být vždy tou nejvhodnější volbou.

Na úplný závěr je třeba zdůraznit, že pro dokonalé pochopení veškerých ekonomických a právních souvislostí prvotní veřejné nabídky akcií by bylo vhodné vzájemně a důsledně komparovat evropskou úpravu s úpravou nejrozvinutějších kapitálových trhů v Asii a ve Spojených státech. Jelikož má však každý z těchto trhů svá právní, ekonomická a v neposlední řadě i kulturní specifika, není prakticky možné provést kvalitní srovnání všech zmíněných trhů v rozsahu jedné práce, přesto bych se rád tomuto tématu v budoucnu nadále věnoval.

Mým cílem při psaní této práce bylo co nejvíce udržet zaměření na primární emisi v kontextu českého, potažmo evropského kapitálového trhu a jejich právní úpravu. Závěrečná případová studie pak měla demonstrovat, že i když jsou si tři trhy geograficky velmi blízké, nelze je mezi sebou zaměňovat, protože se vždy liší, ať už



rozdílnými pravidly, používanými instituty či, v neposlední řadě, velikostí objemu prováděných obchodů.

Osobně považuji evropskou i národní právní úpravu dopadající na prvotní veřejnou nabídku za dostatečnou, je zajištěna efektivní ochrana investorů a na emitenty nejsou kladeny přehnané nároky a povinnosti, nicméně v zájmu zachování řádného fungování kapitálových trhů napříč členskými státy Evropské unie stále existuje prostor pro zlepšení.

## Seznam použitých zdrojů

### Knižní publikace a časopisy

BOYLE, Caroline. *The NYSE IPO Guide*. 1. vyd. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010, 102 s. ISBN 978-1-905783-45-8.

ČECH, Petr. *Nová směrnice ES o prospektu*. Právní zpravodaj: měsíčník pro právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2004, č. 3. ISSN 1212-8694, s. 8.

ČIŽINSKÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 229 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

DAVIS, Lance E. a GALLMAN, Robert E. *Evolving financial markets and international capital Flows: Britain, the Americas, and Australia 1865-1914*. Cambridge: Cambridge University Press, 2001, 982 s. ISBN 0-521-55352-0.

DERINGER, Freshfields Bruckhaus. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City & Financial Pub, 2006, 476 s.. ISBN 1905121075.

DĚDIČ, Jan. *Akciové společnosti*. 7. přepracované vyd. V Praze: C.H. Beck, 2012, xxv., 672 s. Beckova edice právo a hospodářství. ISBN 978-80-7400-404-9.

DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. 1. vyd. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

FAULHAMEROVÁ, Jana a HERBOCZKOVÁ, Zdeňka. *Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem*. Obchodně právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů. Praha: C.H. Beck, 2010, č. 9. ISSN 1803-6554.

G20. *OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. 1. vyd. Paříž, Francie: OECD, 2015, 57 s. ISBN 9789264236875.

HUSTÁK, Zdeněk a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9.

JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

LÍŠKA, Václav. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ, 2001, 169 s. ISBN 80-860-0936-X.

MELUZÍN, Tomáš a ZINECKER, Marek. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

REJNUŠ, Oldřich. *Cenné papíry a burzy*. 1. vyd. Brno: CERM, 2009. 400 s. ISBN 978-80-214-3805-7.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management I. část*. 2. vyd. Brno: Vysoké učení technické, 2003, s. 45. ISBN 80-214-2487-7.

ROZEHNAL, Aleš. *Obchodní právo*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014, 720 s. ISBN 978-80-7380-524-1.

ŠOVAR, Jan. *Úprava prospektu cenného papíru a veřejné nabídky investičních cenných papírů po očekávané novelizaci*. Obchodněprávní revue, 2011, č. 5, s. 144. ISSN 1803-6554.

VALACH, Jan: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přepracované vydání. Praha: Ekopress, 2005, 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualizované vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

## Elektronické zdroje

*Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities.* In: [europa.eu](http://europa.eu) [online] 4. 8. 2005. Dostupné z:

[http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/l24032\\_en.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/l24032_en.htm)

BRAUN, Judith Marion. *Finanční služby: Lamfalussyho proces – vznik a použití v praxi.* In: Evropský Parlament [online]. 7/2008. Dostupné z:

[http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7201\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7201_cs.htm)

Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, část VI.* In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 27. 11. 2015. Dostupné z:

[http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla, čl. VI. Podmínky pro přijetí akcií k obchodování na burzovní trh Prime Market – článek 2.* In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuveдено. Dostupné z:

[http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE\\_Podminky\\_prijeti\\_akcii\\_Prime.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf)

Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla: Pravidla obchodování.* In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuveдено. Dostupné z:

[https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Pravidla\\_obchodovani.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_obchodovani.pdf)

Burza cenných papírů Praha. *Členové burzy.* In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. Aktualizováno 10. 3. 2017. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/clenove-burzy/>

Burza cenných papírů Praha. *IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu.* In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 12. 11. 2014. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

Burza cenných papírů Praha. *Nářizení: Pravidla členství - PSE*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online].  
Neuvedeno. Dostupné z:

[https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Pravidla\\_clenstvi.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Pravidla_clenstvi.pdf)

Burza cenných papírů Praha. *Obchodování: Trhy – Prime Market*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online].  
Neuvedeno. Dostupné z: <https://www.pse.cz/obchodovani/trhy/prime-market/>

Burza cenných papírů Praha. *Obchodování: Trhy – Standard Market, čl. 1 odst. 3*. In:  
[pse.cz](http://pse.cz) [online]. Neuvedeno. Dostupné z:

<http://www.bcpc.cz/dokument.aspx?k=Standard-Market>

Burza cenných papírů Praha. *Poplatkový řád*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online]. 1. 1. 2017. Dostupné  
z:

[https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE\\_Poplatkovy\\_rad.pdf](https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Poplatkovy_rad.pdf)

Burza cenných papírů Praha. *Údaje o trhu: Statistické ročenky*. In: [pse.cz](http://pse.cz) [online].

Neuvedeno. Dostupné z: <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=104037&c45634%5Bfile%5D=qUSuU6e1UYM%3D>

*Centrální úložiště regulovaných informací*. In: Česká národní banka [online]. Dostupné  
z:

[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/informace\\_zverejnovane\\_emitenty/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/informace_zverejnovane_emitenty/)

Česká národní banka. *Dohled nad finančním trhem– Emise, evidence, nabídky CP*. In:  
[cnb.cz](http://cnb.cz) [online]. 13. 10. 2013. Dostupné z:

[https://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/legislativni\\_zakladna/emise\\_evidence\\_cp\\_nabidky\\_prevzeti\\_vytesneni/odpovedi\\_verejna\\_nabidka\\_prospekt.html](https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/odpovedi_verejna_nabidka_prospekt.html)

Česká národní banka. *Povolovací a schvalovací řízení – Emitenti*. In: [cnb.cz](http://cnb.cz) [online]. 13. 10. 2013. Dostupné z:

[http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/povolovaci\\_schvalovaci\\_rizeni/emitenti/index.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/povolovaci_schvalovaci_rizeni/emitenti/index.html)

Definitions. In: IPO – Underpricing.com [online]. Aktualizováno 4. 7. 2015. Dostupné z:

[http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e\\_upbasics1definitionen.html](http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e_upbasics1definitionen.html)

DUMONT, Chris. *International Financial Reporting Standards*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 25. 1. 2015. Dostupné z:

<http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>

European Commission. *Free movement of capital*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 27. 11. 2015. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/finance/capital/overview\\_en.htm#what](http://ec.europa.eu/finance/capital/overview_en.htm#what)

European Commission. *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Frequently Asked Questions*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 22. 10. 2015. Dostupné z:

[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-07-439\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm?locale=en)

European Commission: *Securities prospectus* In: [Ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. Aktualizováno 28. 2. 2017. Dostupné z: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/securities-prospectus\\_en#eu-prospectus-rules](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/securities-prospectus_en#eu-prospectus-rules)

European Commission. *Transposition of Lamfalussy Directives*. In: [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu) [online]. 2. 12. 2015. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/transposition/index_en.htm)

European Securities and Markets Authority: *MIFID (II) AND MIFIR* [online]. Aktualizováno 19. 12. 2016. Dostupné z: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

Evropská komise: *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování*. COM (2015) 583 final, 2015/0268 (COD). 30. 11. 2015. Dostupné také online z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015PC0583&from=EN>

GPW: *Annual market statistics*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Neuvedeno. Dostupné z: [http://www.newconnect.pl/index.php?page=market\\_statistics\\_annual](http://www.newconnect.pl/index.php?page=market_statistics_annual)

GPW: *Historia*. In: [Gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Aktualizováno 2010. Dostupné z: <http://www.gpw.pl/historia>

GPW: *How to become a member of the WSE?*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Neuvedeno. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/jak\\_zostac\\_czlonkiem\\_gieldy\\_en](https://www.gpw.pl/jak_zostac_czlonkiem_gieldy_en)

GPW: *List of Exchange members*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Stav k 1. 4. 2017. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/lista\\_czlonkow\\_gieldy\\_en#list\\_of\\_exchange\\_members\\_remote](https://www.gpw.pl/lista_czlonkow_gieldy_en#list_of_exchange_members_remote)

GPW: *Markets*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Neuvedeno. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/gpw\\_markets](https://www.gpw.pl/gpw_markets)

GPW: *NewConnect Report 2015*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Květen 2015. Dostupné z: [https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/NEWCONNECTraport2015\\_ang.pdf](https://static.gpw.pl/pub/files/PDF/NEWCONNECTraport2015_ang.pdf)

GPW: *Segments division*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Neuvedeno. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/division\\_segments](https://www.gpw.pl/division_segments)

GPW: *WSE Factbook 2017*. In: [gpw.pl](http://www.gpw.pl) [online]. Neuvedeno. Dostupné z: [https://www.gpw.pl/Fact\\_book\\_2017](https://www.gpw.pl/Fact_book_2017)



GPW: *WSE Rules*. In: gpw.pl [online]. Platné od 1. 1. 2016. Dostupné z:

<https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/rules-wse.pdf>

GPW: *Your guide to New Connect*. In: gpw.pl [online]. 1. 2. 2017. Dostupné z:

[http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/Your\\_guide\\_NewConnect.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/Your_guide_NewConnect.pdf)

History. *Stock Market Crash of 1929*. In: [history.com](http://www.history.com) [online]. 8. 11. 2010. Dostupné z:

<http://www.history.com/topics/1929-stock-market-crash>

Hrubý & Buchvaldek. *Akciové společnosti dle ZOK (2014)*. In: [hblaw.eu](http://www.hblaw.eu) [online]. 24. 2.

2014. Dostupné z: <http://www.hblaw.eu/cz/aktuality/56-akciova-spolecnost-dle-zok-2014.html>

JEŽEK, Tomáš: *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu. Komise pro cenné papíry* [online]. Aktualizováno 2004. 79 s, ISBN 80-239-2193-2. Dostupné z:

[http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/NXT\\_KCP\\_IPO\\_final.pdf](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/NXT_KCP_IPO_final.pdf), s. 48.

LANDOVÁ, Kristýna. *Bakala odzvonil úspěšné IPO, NWR by podle Koblíce mohlo mít v indexu PX váhu 7,3 %*. In: [patria.cz](http://www.patria.cz) [online]. 6. 4. 2008. Dostupné z:

<http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1199185/bakala-odzvonil-uspesne-ipo-nwr-by-podle-koblisce-mohlo-mit-v-indexu-px-vahu-73-.html>

MALMENDIER, Ulrike. *Publicani*. In: [berkeley.edu](http://www.berkeley.edu) [online]. 30. 7. 2015. Dostupné z:

[http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani\\_Article\\_v5.pdf](http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/Publicani_Article_v5.pdf)

McKEE Michael: *Financial Services Regulation exchange (Issue 31 - Feb 2017 - European Union)* In: Lexology [online]. 1. 2. 2017. Dostupné z:

<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c67cda51-343f-4808-9095-99105cc05b7e>

MIKULKA, Ondřej. *MiFID II: Co přinese update směrnice o trzích finančních nástrojů?* In: Patria.cz [online]. 19. 5. 2014. Dostupné z:

<https://www.patria.cz/pravo/2637103/mifid-ii-co-prinese-update-smernice-o-trzich-financnich-nastroju.html>

Museum of American Finance. *America's First IPO*. In: [moaf.org](http://www.moaf.org) [online]. 5. 3. 2011. Dostupné z: [http://www.moaf.org/exhibits/americas\\_first\\_ipo/index](http://www.moaf.org/exhibits/americas_first_ipo/index)

NASDAQ: NASDAQ Companies [online]. Aktualizováno 2017. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ>

Patria.cz. *IPO – možnosti primárních emisí v ČR*. In: [patria.cz](http://www.patria.cz) [online]. 26. 9. 2010. Dostupné z: <http://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

Patria-finance.cz. *Primární emise akcií společnosti NWR N. V.*. In: [patria-finance.cz](http://www.patria-finance.cz) [online]. 12. 9. 2008. Dostupné z: <http://www.patria-finance.cz/IPO/NWR/Landing.html>

Poslanecká sněmovna PČR: Sněmovní tisk 869, Novela z. o podnikání na kapitálovém trhu – EU [online]. Stav ke dni 8. ledna 2017. Dostupné a aktuální vývoj leg. procesu na: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=7&t=869>

PHUNG, Albert. *What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?*. In: [investopedia.com](http://www.investopedia.com) [online]. 26. 2. 2009. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoproces.asp>

*Prospectus to be published when securities are issued*. In: [europa.eu](http://eur-lex.europa.eu) [online]. 15. 3. 2011. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:l24033c>

PWC. *Roadmap for an IPO*. In: [pwc.com](http://www.pwc.com) [online]. 11. 8. 2012. Dostupné z: <http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-roadmap-to-an-ipo.pdf>

Rada Evropské unie: Interinstitucionální spis 2015/0268 (COD) ze dne 30. listopadu 2015 [online]. 1. 12. 2015. Dostupné z:

<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14890-2015-INIT/cs/pdf>

Renaissance Capital. *All Time Largest US IPOs – TOP 25*. In: [renaissancecapital.com](http://renaissancecapital.com) [online]. 12. 12. 2014. Dostupné z:

<http://www.renaissancecapital.com/ipohome/rankings/biggestus.aspx>

Reporters Committee For Freedom of the Press. *Federal regulation of publicly traded companies*. In: [rcfp.org](http://rcfp.org) [online]. 17. 5. 2012. Dostupné z: <http://www.rcfp.org/sunshine-inc/federal-regulation-publicly-traded-companies>

RIBEIRO, Gonzalez Ana. *Greenshoe Options: An IPO's Best Friend*. In: [investopedia.com](http://investopedia.com) [online]. 27. 9. 2010. Dostupné z:

<http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/greenshoe-option-ipo.asp>

Signal Trade. *IPO – Initial Public Offering*. In: [signaltrade.cz](http://signaltrade.cz) [online]. Dostupné z: <http://www.signaltrade.cz/jak-investovat-do-ipo/>

TAULLI, Tom. *4 Reasons Companies Go Public*. In: [investorplace.com](http://investorplace.com) [online]. 9. 2. 2012. Dostupné z: <http://www.investorplace.com/ipo-playbook/4-reasons-companies-go-public/#.VuxLuGPNDhh>

Tiber Creek Corporation. *Origins of the IPO and the Dutch Trading Company*. In: [tcc5.com](http://tcc5.com) [online]. Dostupné z: <http://www.tcc5.com/origins-of-the-IPO-and-the-dutch-trading-company.htm>

U.S. Securities and Exchange Commission. *Initial Public Offerings (IPO)*. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 31. 5. 2013. Dostupné z:

<http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>

*What is an organizational meeting?* In: [directincorporation.com](http://www.directincorporation.com) [online]. 24. 7. 2005.

Dostupné z:

[http://www.directincorporation.com/learn/incorporation\\_faq/what\\_is\\_an\\_organizational\\_meeting](http://www.directincorporation.com/learn/incorporation_faq/what_is_an_organizational_meeting)

Wiener Börse. *Issuers: Certificates warrants.* In: [wienerborse.at](http://www.wienerborse.at) [online]. Neuvedeno.

Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/issuers/issuance-of-structured-products/certificates-warrants/>

Wiener Börse. *Statistics: Yearly statistics.* In: [wienerborse.at](http://www.wienerborse.at) [online]. Neuvedeno.

Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/market-data/statistics/yearly-statistics/>

Wiener Börse. *Trading: General Terms and Conditions.* In: [wienerborse.at](http://www.wienerborse.at) [online].

Platné k 1. 1. 2017. Dostupné z:

<https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/legal/general-terms-and-conditions/en-agb-4.pdf>

Wiener Börse. *Trading: Market segmentation.* In: [wienerborse.at](http://www.wienerborse.at) [online]. Neuvedeno.

Dostupné z: <https://www.wienerborse.at/en/trading/market-segmentation/>

Wiener Börse. *Trading: Market segmentation – Equity market, Prime Market.* In: [wienerborse.at](http://www.wienerborse.at) [online]. Neuvedeno. Dostupné z:

<https://www.wienerborse.at/en/trading/market-segmentation/equity-market-at/prime-market/>

Wiener Börse. *Trading: Market segmentation – Equity market, Standard Market.* In: [wienerborse.at](http://www.wienerborse.at) [online]. Neuvedeno. Dostupné z:

<https://www.wienerborse.at/en/trading/market-segmentation/equity-market-at/standard-market/>

World Federation of Exchanges: *WFE Members.* In: [world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org) [online].

Neuvedeno. Dostupné z: [https://www.world-](https://www.world-exchanges.org/home/index.php/members/wfe-members)

[exchanges.org/home/index.php/members/wfe-members](https://www.world-exchanges.org/home/index.php/members/wfe-members)

## **Legislativa**

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 20. 4. 2017]

Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 1. 5. 2017]

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 18. 4. 2017]

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 1. 5. 2017]

Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), ve znění pozdějších předpisů. In: ASPI [právní informační systém]. Wolters Kluwer ČR [ke dni 1. 5. 2017]

Nařízení Komise (ES) č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. In: *Úřední věstník EU*. 29. duben 2004.

Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice. Text s významem pro EHP.

Nařízení Komise (ES) č. 1569/2007 ze dne 21. prosince 2007, kterým se zavádí mechanismus pro určení rovnocennosti účetních standardů používaných emitenty

cenných papírů ze třetích zemí v souladu se směrnicemi Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES a 2004/109/ES.

Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování. COM (2015) 583 final, 2015/0268 (COD) ze dne 30. 11. 2015.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS. In: *Úřední věstník EU*. 29. duben 2004.

Směrnice Komise 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o uznávané tržní postupy, definici důvěrné informace ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavení seznamů zasvěcených osob, oznamování transakcí osob s řídicí odpovědností a oznamování podezřelých transakcí. Text s významem pro EHP.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž

cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES

Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Text s významem pro EHP)

Směrnice Komise 2007/14/ES ze dne 8. března 2007 kterou se stanoví prováděcí pravidla k některým ustanovením směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU. Text s významem pro EHP.

## Resumé

Tématem předkládané rigorózní práce je prvotní veřejná nabídka (IPO) akcií v kontextu české a evropské právní úpravy, doplněna o případovou studii vybraných burzovních trhů v regionu střední a východní Evropy. Autor si klade za cíl poskytnout čtenářům ucelenou představu o procesu primární emise, zkoumat a vysvětlit jednotlivé fáze, jimiž emitenti musí v průběhu veřejné nabídky projít a zároveň zabývat se také vedlejšími aspekty, jež s IPO úzce souvisejí. Vzhledem k eminentnímu zájmu Evropské unie na stabilitě finančních, potažmo kapitálových trhů v jednotlivých členských státech, dochází prostřednictvím unijních sekundárních právních aktů k důsledné harmonizaci právní a obecné regulatorní úpravy v oblasti obchodování na kapitálových trzích a tím i v oblasti prvotní veřejné nabídky akcií. Právě proto je postupně v jednotlivých částech práce rozebírána vždy nejprve právní úprava na úrovni Evropské unie a až poté jsou konkrétní instituty podrobeny rozboru ve světle a ve vzájemných souvislostech českého právního řádu. Rigorózní práce je rozdělena do šesti meritorních kapitol, z nichž lze práci dále členit na několik ucelených částí, kdy v první části jsou stručně představeny stěžejní pojmy vážící se k prvotní veřejné nabídce a vysvětlen původ i vývoj IPO. Druhá a třetí kapitola čtenářům přináší sjednocený přehled společné unijní i národní právní úpravy primární emise včetně analýzy a zamyšlení se nad současným legislativním vývojem. Opomenuta není ani současná rozhodovací praxe regulátorů a organizátorů kapitálových trhů. Čtvrtá kapitola se pak detailně věnuje jednotlivým fázím prvotní veřejné nabídky, které dělí postupně na fáze přípravnou, realizační a post-realizační a rovněž jsou vysvětleny a rozebrány pojmy jako underwriter, bookrunner, marketing emise, stabilizace kurzu po přijetí akcií k obchodování na kapitálovém trhu a další. Účelem páté kapitoly je zdůraznit, jak důležitá je volba vhodného kapitálového trhu k umístění emise pro celkovou úspěšnost IPO a možný objem získaných finančních prostředků. Šestá kapitola věnuje pozornost stěžejnímu institutu prvotní veřejné nabídky - prospektu cenného papíru, a to zejména s důrazem na českou právní úpravu. Závěrečná případová studie se snaží objektivně posoudit tři zvolené trhy v regionu, konkrétně pak burzovní trhy se sídly v Praze, ve Vídni a ve Varšavě, poukázat na jejich shodné i odlišné znaky a pokusit se o srovnání nejen právního prostředí, ale zároveň také jejich ekonomických souvislostí.



## **Summary**

The subject of this rigorous thesis is an initial public offering (IPO) of shares in the context of Czech and European law, complemented by a case study of selected stock markets in Central and Eastern Europe. The author aims to provide readers with a coherent idea of the primary emission process, to examine and explain the phases that issuers must go through during the initial public offering and to address the secondary aspects related to the IPO. In view of the European Union's eminent interest in the stability of financial markets and, therefore, of capital markets in individual member states, there is a consistent harmonization of legal and general regulatory provisions for capital market trading, which means also for an initial public offering of shares, through secondary legislation of the EU. That is why, throughout individual parts of the thesis, it is always firstly analyzed at the level of the European Union and then, the specific institutes are discussed in more detail in light of and in the context of Czech law. The rigorous thesis is divided into six substantive chapters that can be further subdivided into several integral parts. In the first part, the key terms related to the initial public offering are briefly presented, as well as the origin and the development of the IPO. The second and the third chapter give readers a unified overview of common EU and national legislation framework for a primary emission, including analysis and reflection of current legislative developments. The decision-making practice of regulators and organizers of capital markets is also included. The fourth chapter then deals in further detail with the specific phases of the initial public offering - preparatory, realization and post-realization phase, as well as concepts such as underwriter, bookrunner, marketing of the emission, stabilization of the price of stock after its admission to trading on capital market and so on. The purpose of the fifth chapter is to highlight the importance of choosing a suitable capital market, which reflect the overall success of the IPO, and the possible amount of funds raised. The sixth chapter is dedicated to the core institute of the initial public offering – a prospectus, especially with emphasis on Czech legislation. The final case study tries to assess objectively the three selected stock markets in the region, namely the stock markets located in Prague, in Vienna and in Warsaw. Within the case study, identical and different features are pointed out alongside with a comparison of not only the legal environment but also their economic aspects.

## **Abstrakt**

Rigorózní práce se věnuje prvotní veřejné nabídce (IPO) akcií společností v kontextu českého a evropského práva. Práce je rozdělena do čtyř ucelených částí sestávajících ze šesti meritorních kapitol a je doplněna o případovou studii. První část zavádí a vysvětluje pojem IPO, jeho vývoj a zabývá se i souvisejícími instituty. Druhá část si klade za cíl představit obecné právní aspekty IPO a vymezit a posoudit regulační rámec, jenž se přímo týká primární emise, a to zejména z pohledu evropského práva, které udává směr, jímž se národní legislativa v oblasti regulace kapitálových trhů zákonitě ubírá. Ve třetí části autor důsledně analyzuje, objasňuje a hodnotí jednotlivé fáze celého procesu prvotní veřejné nabídky, a to z pohledu emitenta a s praktickými příklady ve světle zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Doplnující kapitola třetí části pak zdůrazňuje důležitost výběru vhodného trhu pro IPO. Samostatná část je věnována prospektu cenného papíru, jenž většina emitentů musí při IPO vyhotovit a uveřejnit. V rámci této části se autor zaměřuje jak na současnou právní úpravu, tak rovněž na možná zlepšení do budoucna a hodnotí také zavedení jednotného evropského pasu pro emitující společnosti v evropském právu kapitálových trhů. Napříč prací je kladen důraz na hodnocení současného legislativního vývoje s přihlédnutím k rozhodovací praxi příslušných orgánů. Závěrečná případová studie navzájem komparuje tři zvolené burzovní trhy v regionu střední a východní Evropy. Případová studie se snaží poskytnout čtenářům dostatečnou představu o jednotlivých trzích a je doplněna o ekonomické ukazatele týkající se obchodování na těchto trzích. Cílem práce je poskytnout celistvý pohled na prvotní veřejnou nabídku akcií obchodních společností a jejich následný vstup na veřejný trh. Závěrem práce jsou konstatována jednotlivá autorova zjištění vycházející z probírané problematiky.

## **Klíčová slova**

IPO, kapitálový trh, prospekt, underwriter, akcie, burza

## **Title of the rigorous thesis**

IPO in the Context of Czech and European Law

### **Abstract**

The rigorous thesis deals with an initial public offering (IPO) of shares of the company in the context of Czech and European law. The thesis is divided into four integral parts consisting of six substantive chapters and is complemented by a case study. The first part introduces and explains the concept of the IPO, its development and it deals also with related institutes. The second part aims to present the general legal aspects of the IPO and to define and assess the regulatory framework directly related to the initial public offering, in particular from the point of view of European law, which sets out the direction in which national legislation on capital market regulation is inevitable. In the third part, the author thoroughly analyzes, clarifies and evaluates the individual phases of the entire initial public offering process from the point of view of the issuing company and with practical examples in the light of the Capital Market Undertakings Act. The additional chapter of the third part emphasizes the importance of choosing a suitable market for the IPO. A separate section is dedicated to the prospectus, which most issuers are obliged to prepare and publish during an IPO. Within this section, the author focuses both on current legislation and on possible improvements in the future, and also evaluates the introduction of a single European passport for the issuing companies in European capital market law. Throughout the thesis, emphasis is placed on assessing current legislative developments, taking into account the decision-making practice of the competent authorities. The final case study compares three selected stock markets in Central and Eastern Europe. The case study tries to provide readers with a good idea of individual markets and is supplemented by economic indicators related to the trading on these markets. The aim of the thesis is to provide a holistic view of the initial public offering of shares of commercial companies and their subsequent entry into the public market. At the end of the thesis, a conclusion presents author's findings regarding the discussed issue.

### **Keywords**

IPO, capital market, prospectus, underwriter, shares, stock exchange