

Západo česká univerzita v Plzni

Fakulta právnická



## Diplomová práce

*Porovnání právní úpravy prvotní veřejné nabídky v EU, se zaměřením na českou republiku a ve Spojených státech amerických*

Plzeň, 2013

Zuzana Krumlová

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracovala samostatně, a že jsem využila prameny, z nichž jsem pro svou práci čerpalá zřejmě ve vdecké práci obvyklým.

Plzeň, duben 2013

---

Zuzana Krumlová

## *Pod kováni*

*Na tomto míst bych ráda pod kovala JUDr. Ing. Václavu Koloutovi za jeho pomoc p i výb ru tématu diplomové práce a obzvláť pak za jeho rady a cenné p ipomínky p i jejím zpracovávání. M j dík pat í také jeho hodinám, které byly vřdy velmi zajímav vedeny, ímflve mn vzbudily zájem o tuto oblast práva.*

# Obsah

ÚVOD.....	1
1. PRVOTNÍ VE EJNÁ NABÍDKA AKCIÍ NEBOLI IPO.....	3
1.1. Vymezení pojmu .....	3
1.2. Stručný proces IPO .....	4
1.2.1. Přípravná fáze .....	4
1.2.2. Realizační fáze.....	5
1.2.3. Úpis akcií.....	6
1.3. Možnosti dle IPO .....	7
1.4. Důvody pro IPO, výhody a nevýhody .....	8
2. PRÁVNÍ ÚPRAVA IPO V RÁMCI EVROPSKÉ UNIE .....	11
2.1. Základní principy EU a jednotný trh .....	11
2.2. Lamfalussyho proces .....	12
2.3. Právní rámec EU.....	13
2.3.1. MiFID.....	14
2.3.2. Směrnice o zneufňování trhu .....	15
2.3.3. Směrnice o Prospektu.....	16
2.3.4. Směrnice o transparentnosti .....	20
2.3.5. Směrnice o přijetí CP .....	21
2.4. Závěr .....	23
3. PRÁVNÍ ÚPRAVA IPO V ĚSKÉ REPUBLICI.....	24
3.1. Ve ejná nabídka akcií v ěské republice.....	24
3.2. Přípravná fáze IPO.....	25
3.3. Realizační fáze IPO .....	26
3.3.1. Manažer emise .....	26
3.3.2. Valná hromada.....	26
3.3.3. Due diligence a interní ocenění společnosti.....	28

3.3.4. Prospekt.....	29
3.3.5. žádost o přijetí akcií k obchodování.....	34
3.3.6. Marketing a stanovení emisního kurzu .....	35
3.4. Úpis akcií (post-realizační fáze).....	35
3.5. Závěr.....	37
4. KAPITÁLOVÉ TRHY A IPO VE SPOJENÝCH STÁTECH AMERICKÝCH .....	39
4.1. Úvod do principů fungování amerických kapitálových trhů .....	39
4.1.1. Pyramida regulátorů .....	40
4.2. Základní právní rámec pro IPO.....	42
4.2.1. The Securities Act of 1933.....	43
4.2.2. The Securities and Exchange Act of 1934 .....	44
4.2.3. The Sarbanes-Oxley Act of 2002 .....	46
4.2.4. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 .....	46
4.2.5. Jumpstart Our Business Startups Act of 2012.....	47
4.3. Přípravná fáze.....	47
4.3.1. Výběr manažera emise a dalších poradců .....	48
4.3.2. Finanční výkaznictví, veřejně obchodovaná společnost.....	50
4.4. Realizační fáze .....	50
4.4.1. Organizational meeting .....	51
4.4.2. Due diligence.....	51
4.4.3. Drafting (registrační formulář a Prospekt).....	52
4.4.4. Osvědčení o registraci a veřejná nabídka.....	55
4.4.5. žádost o přijetí na NYSE .....	56
4.5. Emise akcií.....	57
4.6. Závěr.....	58
ZÁVĚR.....	60

RESUMÉ .....	64
P ÍLOHY .....	66
P íloha . 1 .....	66
P íloha . 2 .....	67
SEZNAM LITERATURY A PRAMEN .....	68

## ÚVOD

Problematika prvotního veřejného úpisu akcií je velmi rozsáhlá a zajímavá, obsahuje v sobě hned několik desítek podkapitol, dílčích problematik, jako je například téma kapitálového trhu, akciových společností a v případě České republiky také problematiku práva Evropské unie. Prvotní veřejný úpis akcií je fenoménem nejen právním, ale především ekonomickým, o čemž svědčí velké množství volně dostupné ekonomické literatury v němž se tomuto tématu. A to od prvotního rozhodnutí společnosti vstoupit na burzu, přes upsání a vydání akcií, až po následné obchodování na burze. Pokud se společnost rozhodne vstoupit na burzu, znamená to nejen získání poměrně značných peněžních prostředků (tedy navýšení základního kapitálu) bez omezení účelu jeho použití, ale také velké náklady s tím spojené. Společnost musí být dostatečně stabilní a známá, mít perspektivu růstu a ziskovosti pro investory, aby mohla úspěšně podstoupit proces prvotního veřejného nabídky akcií a vstoupit na burzu. Právě tyto ekonomické aspekty vstupu na burzu jsou nejspíše hlavním důvodem, proč se tomuto tématu věnuje především ekonomická literatura.

Z právního hlediska se jedná o proces přeměny zásoby veřejné společnosti, na společnost obchodovanou na burze. Tento proces s sebou nese několik nutných kroků, od těch obecnějších, jako je přeměna organizační struktury společnosti, nebo společnosti obchodované na burze musejí mít transparentní organizační strukturu a musí zde být jasný tok financí, po konkrétnější, jako je vypracování Prospektu cenného papíru a splnění podmínek přijetí na konkrétní burzu. Existují samozřejmě i následné povinnosti, především informační, které jsou spojeny s obchodováním společnosti na regulovaném trhu.

Právě pro komplexnost tohoto tématu a pro jeho přesah do práva Evropské unie jsem si jej vybrala. Vždy jsem tíhla k ekonomice, právu společností a problematice Evropské unie. Když jsem si téma diplomové práce volila, chtěla jsem se věnovat jen samotnému procesu prvotního veřejného úpisu akcií v České republice, při bližším zkoumání a prohledání literatury jsem však zjistila, že kapitálové trhy jako celek jsou ve své podstatě zcela upraveny unijním právem, především tím, které jeho aspekty jsou implementovány a doplněny národním právem. Není se samozřejmě čemu divit, volný pohyb kapitálu patří mezi základní principy, svobody, Evropské unie. Jako další logický krok se pak jevil porovnání

právní úpravy v Evropské unii s úpravou v USA, jelikož lze USA považovat za jakousi kolébku kapitálových trhů a IPO. Vzáto z historického hlediska, v Evropě spoletnosti i dnes tihnou spíe k obstarání finančních prost edk pomocí p j ek a úv r od bankovních institucí, kdefto v USA spoletnosti navy-ují sv j základní kapitál vstupem na kapitálový trh.

Jak jsem již poznamenala, problematice prvotního veřejného úpisu akcií se v nuje p edev-ím ekonomická literatura. V Evropském regionu lze najít jen velmi málo právní literatury zabývající se tímto tématem. O tom sv d í i skute nost, fle komentá k Zákonu o podnikání na kapitálovém trhu, který naby l ú innosti se vstupem eské republiky do Evropské unie, byl sepsán teprve v lo ském roce. Situace v USA je vzhledem k popularitě tohoto procesu a jeho historické tradici zcela opa ná. P esto, tato diplomová práce by se m la zam ovat p edev-ím na právní úpravu IPO.

Vzhledem k tomuto tedy nejd íve vysv tším termín veřejný úpis akcií, jaké výhody a nevýhody jsou s tímto postupem navý-ení vlastního kapitálu spojeny, vysv tším n které základní pojmy k n mu se váffící. Dále se tato práce bude v novat úprav v Evropské unii, kde za nu trochu ob-ír n ji, nejd íve vysv tlením základní principy a fungování Evropské unie. Posléze naváflu úpravou kapitálových trhů a zakon ím rozbohem jednotlivých právních akt váffících se k prvotní veřejné nabídce akcií. Následn uvedu konkrétní právní úpravu v eské republice, její vazby na unijní úpravu a postup p i proces prvotního úpisu akcií na pražské burze. V poslední ásti diplomové práce se budu v novat právní úprav v USA a to p edev-ím s ohledem na její historický vývoj a praxi. V záv ru práce se pokusím o zaujetí kritického postoje k uvedeným právním úpravám, odkrýt jejich nedostatky a p ednosti s navržením možných zm n.



# 1. PRVOTNÍ VEŘEJNÁ NABÍDKA AKCIÍ NEBOLI IPO

## 1.1. Vymezení pojmu

Pokud budeme vycházet z anglického pojmu IPO (*Initial Public Offering*), je na úvod nutné poznamenat, že v literatuře lze najít mnoho jeho definic. Tyto jsou různě obsáhlé, i naopak velmi konkrétní, pouze pro názornost tak zde uvádím například:

- definice Americké U. S. Security and Exchange Commission (dále jen SEC)<sup>1</sup>, která IPO chápe jako okamžik, kdy *špolečnost první emituje své akcie na veřejném trhu*<sup>2</sup>;
- universitní profesor Jay R. Ritter, který se na problematiku IPO dlouhodobě zabývá, jej pak definuje jako okamžik, kdy jsou *šcenné papíry poprvé emitovány široké veřejnosti*<sup>3</sup>, Ritter tedy IPO chápe jako prvotní veřejný úpis nejen majetkových cenných papírů (akcií) ale i jako prvotní veřejný úpis dluhových cenných papírů (dluhopisů);
- Burza cenných papírů Praha, a.s. (dále jen BCPP) definuje IPO jako *šprimární veřejnou nabídku akcií spojenou se vstupem na burzovní trh*<sup>4</sup>;
- V § 34 odst. 1) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů (dále jen ZPKT) je pak IPO v podstatě definováno jako *šveřejná nabídka investičních cenných papírů*.

Z výše uvedených definic lze tedy odvodit, že IPO je definováno jako úpis cenných papírů, především pak akcií; tento úpis je prováděn veřejně, tedy na veřejném regulovaném trhu cenných papírů. Tímto veřejným regulovaným trhem cenných papírů je ve většině zemí samozřejmě burza cenných papírů. Tato práce,

---

<sup>1</sup> U.S. Security and Exchange Commission je regulátorem Amerického trhu. SEC byl založen již roku 1934 v reakci na události, které přecházely tzv. černému pátku na Wall Street a následně velké ekonomické krizi 30. let. Jeho pravomoci byly postupem času značně rozšířeny, dnes se skládá ze 4 hlavních divízi: Divize podnikových financí (*Division of Corporate Finance*), Divize regulace trhu (*Division of Market Regulation*), Divize investičního managementu (*Division of Investment Management*) a Divize vymáhání (*Division of Enforcement*).

<sup>2</sup> Initial Public Offerings (IPO). In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 25.6.2007 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>, autorský příspěvek

<sup>3</sup> RITTER, Jay R. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*. 1998, č. 1, s. 5-30. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/rittipo1.pdf>, autorský příspěvek

<sup>4</sup> IPO: Co znamená zkratka IPO?. In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Neuveдено [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO>

jak již vyplývá z jejího názvu, se bude zaměřovat na prvotní veřejnou nabídku akcií, tedy majetkových cenných papírů, nikoliv dluhových cenných papírů.<sup>5</sup>

Je taktéž důležité připomenout, že vstup společnosti na veřejný kapitálový trh je jedním z nejvýznamnějších okamžiků v životě společnosti. I pro samotný kapitálový trh je primární emise důležitá, přitáhne pozornost veřejnosti, která pak v důsledku toho investuje peníze skrze kapitálový trh, čímž dochází k alokaci zdrojů v rámci národního i světového hospodářství. Primární emise akcií jako zdroj financování společnosti má nejdelší historii a je nejvíce využívána především ve Spojených státech. IPO zažilo svůj největší boom a rozvoj celosvětově především na přelomu 50. a 60. let, kdy banky poskytovaly podmínky pro poskytnutí úvěrů. Banky se začaly zajímat o historii svých klientů, jejich dlouhodobou pozici na trhu, úcty závazky za uplynulá období a taktéž posuzovali solventnost svého případného dlužníka s ohledem na současnou situaci. Pro mnoho inovativních společností a společností nově založených tak bylo mnohdy nemožné dosáhnout na úvěr, jedinou cestou tedy byl primární veřejný úpis akcií.<sup>6</sup>

## 1.2. Stručnost k procesu IPO

Proces IPO zahrnuje postup společnosti od prvotního rozhodnutí vstoupit na burzu, až po její obchodování na trhu. Na tomto místě je vhodné poznamenat, že veřejně obchodovatelnou se může stát jak již existující společnost, tak tímto způsobem může vzniknout i společnost zcela nová<sup>7</sup>. Tento proces je v zásadě rozdělen do tří fází.<sup>8</sup>

### 1.2.1. Přípravná fáze

Tato fáze je nejdelší a standardně se nezahrnuje do časové osy IPO procesu, její délka je odvislá od každé společnosti, může proto trvat měsíce i roky<sup>9</sup>. Pokud se po zvážení všech rizik, výhod a nevýhod IPO společnost rozhodne vstoupit na regulovaný trh, musí podstoupit určitý proces transformace.

<sup>5</sup> Jako jsou například dluhopisy, na které se taktéž vztahuje zákonná úprava o prvotní veřejné nabídce investičních cenných papírů.

<sup>6</sup> LIŠKA, Václav. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. Vyd. 1. Praha: HZ, 2001, 169 s. ISBN 80-860-0936-X.

<sup>7</sup> § 163 a násled. zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů*. 5. listopad 1991.

<sup>8</sup> MELUŽÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>9</sup> Patria Online. IPO a Možnosti primárních emisí v ČR. In: *Patria.cz* [online]. Neuveдено [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

Jedná se o transformaci společnosti tak, aby její organizační struktura a řízení vyhovovalo podmínkám daného kapitálového trhu.<sup>10</sup> V praxi to tedy nejast ji znamená, že společnost musí přejít na principy řízení a správy OECD<sup>11</sup>, tzv. *Corporate Governance*<sup>12</sup>. *Corporate Governance* upravuje způsob řízení společnosti, rozdělení pravomocí a kompetencí, ale také vztahy mezi akcionáři a managementem společnosti tak, aby struktura společnosti byla co nejvíce transparentní.<sup>13</sup> Na které z těchto principů mohou být inkorporovány do právních předpisů jednotlivých států, jiné mohou mít spíše povahu doporučení. Další důležitou změnou pro společnost je přechod na Mezinárodní účetní standardy (IFRS).<sup>14</sup> Podle těchto standardů jsou společnosti obchodované na burze povinny účtovat ve více než 120<sup>15</sup> zemích světa. Sjednocení těchto postupů má sloužit k větší transparentnosti společnosti a informovanosti investorů na mezinárodním poli.

Pokud tak emitent dosud neučinil, zvolí si nyní právní a finanční poradce a především manažera emise (angl. *underwriter*), kterým povětinou bývají investiční banky. Manažer emise pomůže emitentovi najít nejen vhodný trh k realizaci IPO, ale také přiblíží hodnotí veškeré faktory a okolnosti, jež mohou mít vliv na úspěch IPO a na jeho úspěšnost. Emitent může v podstatě kdykoliv od svého záměru vstoupit na regulovaný trh upustit, a to právě v závislosti na vhodnosti, přínosnosti a ziskovosti IPO.

### 1.2.2. Realizační fáze

Jakmile společnost projde touto transformací na mezinárodní standardy řízení a účtování, započne další fáze procesu IPO, která končí až těsně před

---

<sup>10</sup> PHUNG, Albert. What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?. In: *Investopedia.com* [online]. 26.2.2009 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>.

<sup>11</sup> Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, z angl. *Organisation for Economic Co-operation and Development*, je mezinárodní organizace zaměřující se na ekonomicko-sociální spolupráci členských států, rozvoj ekonomiky, stabilizaci a rozvoj mezinárodních trhů.

<sup>12</sup> Více na <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>.

<sup>13</sup> Více na <http://www.corpgov.deloitte.com/site/Cz/corporate-governance/?;jsessionid=r9YnRRHDvh3GXvvpV4sLXS2VG2cF6NnYtBFb8hYvQy5h7phx7nPM!782166314!-2131782785>.

<sup>14</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 o uplatnění mezinárodních účetních standardů. In: *Úřední věstník EU*. 19. červenec 2002. Viz také DUMONT, Chris. International Financial Reporting Standards: What You Need To Know. In: *Investopedia.com* [online]. 24.4.2012 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>.

<sup>15</sup> DUMONT, Chris. International Financial Reporting Standards: What You Need To Know. In: *Investopedia.com* [online]. 24.4.2012 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>.

samotným vstupem na trh. Pro tuto fázi je nejdříve třeba v investorech vybudovat zájem a zároveň jistotu, že společnost je transparentní, zisková, že má potenciál velkého růstu a stability.<sup>16</sup> Tyto informace samozřejmě musejí být založeny na ověřitelných faktech.

Společnost tedy v této fázi prochází právní i finanční *due diligence*, jejíž závěry pak budou tvořit podklady pro vypracování Prospektu cenného papíru (dále jen Prospekt). Tento Prospekt musí obsahovat všechny relevantní údaje potřebné k emitentovi a k cennému papíru tak, aby se investor mohl kvalifikovaně rozhodnout, zda investuje do společnosti, či nikoliv.<sup>17</sup> Prospekt schvaluje orgán dohledu daného státu. Pokud je Prospekt schválen, musí být zveřejněn spolu s veřejnou nabídkou akcií a jeho obsah musí být dostupný pro potenciální investory.

Do této fáze lze také zahrnout tzv. *roadshow* a *bookbuilding*, což jsou aktivity emitenta, jež mají sloužit k propagaci jeho jména a především plánované emise. Zjednodušeně řečeno, *roadshow* je propagace a reklama samotné emise, při které se zjistí zájem investorů. Na vzájemných setkáních je jim představena společnost, její obchodní plán, záměry a cíle, atd. V návaznosti na ní probíhá *bookbuilding*, což je několikadenní období, kdy investoři zasílají manažerovi emise nákupní příkazy, pomocí nichž je stanoven emisní kurz akcií.

### 1.2.3. Úpis akcií

Pokud tedy emitent splní všechny zákonné podmínky pro Prospekt a stanoví emisní kurz akcií, podává žádost o přijetí k obchodování na veřejném regulovaném trhu (v zásadě tuto žádost může podat i dříve a následně ji doplnit informacemi o emisním kurzu). Jestliže emitent vyhoví všem podmínkám organizátora veřejného regulovaného trhu, probíhá prvotní emise akcií.

Tato fáze však zahrnuje i následné obchodování akcií na trhu. Společnost musí udělat vše pro to, aby stabilizovala kurz svých akcií<sup>18</sup> a aby potvrdila, že je

---

<sup>16</sup> PHUNG, Albert. What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?. In: *Investopedia.com* [online]. 26.2.2009 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>.

<sup>17</sup> Srov. § 36 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů; <http://www.investopedia.com/terms/p/prospectus.asp>

<sup>18</sup> Patria Online. Stabilizace a podpora obchodování. In: *Patria.cz* [online]. Neuveďeno [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: [http://www.patria.cz/generated/articles/Stabilizace\\_IPO.pdf](http://www.patria.cz/generated/articles/Stabilizace_IPO.pdf).

skutečně prosperující a její investice do jejích akcií byla pro investora výhodná.<sup>19</sup> Společnost obchodovaná na burze pak samozřejmě musí plnit pravidla veškeré podmínky stanovené zákonem a organizátorem trhu, aby mohla být i nadále obchodována (v tčínou se jedná o informační povinnost vůči orgánu dohledu, organizátorovi trhu a investorům).

### 1.3. Možnosti dělení IPO

IPO lze dále dělit v závislosti na způsobu nabízených akcií:

1. IPO primárních akcií, kdy jsou na primárním trhu emitovány zcela nové akcie
2. IPO sekundárních akcií, kdy jsou emitovány akcie, se kterými se doposud obchodovalo pouze na veřejném sekundárním trhu cenných papírů
3. IPO kombinované, kdy se vydání primárních akcií doplňuje sekundárními<sup>20</sup>

Z výše uvedeného dělení je zřejmé, že pokud emitent emituje primární akcie, pak tím zvyšuje svůj základní kapitál, nebo své akcie prodává rovnou investorům a taková emise je pro něj zdrojem financí. Pokud však emitent emituje sekundární akcie, fakticky se jedná o pouhé přeprodání akcií mezi investory, kteří akcie drželi v rámci veřejného trhu a nyní je přeprodávají investorům na veřejném trhu. Emitentovi však tato emise nepřináší zvýšení základního kapitálu, ani jiné finanční prostředky, ale pouze náklady s IPO spojené.

Taktéž je důležité rozlišovat, zda společnost již jednou prošla procesem prvotního veřejného úpisu akcií a stala se veřejně obchodovatelnou. Nebo zda jí tímto postupem jednou prošla a nyní pouze navyšuje stávající veřejně obchodovaný kapitál. Kroky společnosti při dalším úpisu akcií na veřejně regulovaném trhu totiž nejsou stejné, některé fáze procesu jsou zcela vynechány. Anglická literatura proto rozlišuje, i pojmově, zda společnost prochází IPO, či zda navyšuje svůj kapitál, který je již veřejně obchodován. Mezi zmíněné rozdíly v náležitostech patří například i skutečnost, že s realizací IPO v tčínou bývá spojena

<sup>19</sup> PHUNG, Albert. What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?. In: *Investopedia.com* [online]. 26.2.2009 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>.

<sup>20</sup> MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

i rozsáhlá změna interního fungování společnosti<sup>21</sup> spolu s jejím dle kladným provedením<sup>22</sup>, společnost také samozřejmě musí splnit veškeré náležitosti dané národním zákonem (příp. organizátorem trhu), aby mohla být přijata k obchodování na veřejném regulovaném trhu. Pokud však společnost je na trhu již obchodována, veškeré tyto podmínky splňuje. Mezi další odlišnosti pak patří i skutečnost, že při IPO emitent musí stanovit emisní kurz sám v rámci svých poznatků během *roadshow* a následného *bookbuildingu*, při další emisi však může vycházet z tržní ceny již obchodovaných akcií.<sup>23</sup> V těchto případech, kdy společnost pouze zvyšuje svůj stávající kapitál obchodovaný na veřejném regulovaném trhu, hovoříme o tzv. další emisi akcií, š*Seasoned Equity Offering* i pouze š*SEO*, v anglické literatuře lze však nalézt i označení š*Secondary Public Offering*.

#### 1.4. Důvody pro IPO, výhody a nevýhody

Mezi nejvýznamnější a nejzákladnější důvody, pro které emitenti podstupují proces IPO, patří především zvýšení, potažmo získání, vlastního kapitálu, který tak společnosti pomůže v rozvoji. Výhodou IPO oproti úvěru či půjčce, ať již od banky, soukromého investora či investora, je skutečnost, že při IPO emitent získá podstatně větší objem finančních prostředků, než by získal v rámci půjčky a tato částka není vázána na žádný účel, jako tomu bývá v případě půjčky. Emitent může získané finanční prostředky použít prakticky na jakýkoliv účel.<sup>24</sup> Taktéž je při získání financí prostřednictvím IPO emitent oproti norem pravidelných splátek půjčky,<sup>25</sup> IPO tak vede k optimalizaci kapitálové struktury.<sup>26</sup> Na druhé straně, mezi nesporné zápory IPO patří především jeho finanční nákladnost v porovnání s půjčkou, nicméně IPO přináší v této finanční prostředky a jedná se pouze o jednorázový náklad, který v budoucnu nemívá tak zásadní dopad na *cash flow*<sup>27</sup>

---

<sup>21</sup> Vedení veřejně obchodované společnosti musí mít transparentní strukturu, nejast jí se doporučí principy správy a řízení podle OECD (tzv. *Corporate Governance*), společnost taktéž musí útoovat dle mezinárodních útoetních standardů (tzv. IFRS).

<sup>22</sup> Právní a útoetní due diligence.

<sup>23</sup> Definitions. In: *IPO Underpricing.com* [online]. Neuveđeno [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: [http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e\\_upbasics1definitionen.html](http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e_upbasics1definitionen.html).

<sup>24</sup> Motivy vstupu společnosti na kapitálový trh formou IPO: Výhody veřejné emise. In: *MM Průmyslové spektrum* [online]. 2.9.2009 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.mmspektrum.com/clanek/motivy-vstupu-spolecnosti-na-kapitalovy-trh-formou-ipo.html>.

<sup>25</sup> IPO: Proč nejsou vaše akcie na burze? In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Neuveđeno. [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO>.

<sup>26</sup> Poměr dluhu a vlastního kapitálu.

<sup>27</sup> Cash flow je dole-ětiny překládán v budoucnu jako peněžní tok. Peněžní tok za určité období tvoří rozdíl peněžních příjmů a výdajů společnosti. Cash flow tak v závislosti na tomto rozdílu může být

společnosti, jaký mívají pravidelné splátky p j ky. Takže i když je IPO v počátečních podstatně nákladnější než p j ka, vyjde pro emitenta v dlouhodobém sledku výhodněji.<sup>28</sup>

Navýšení základního kapitálu s sebou však nese i zvýšení množství akcií v oběhu a tudíž i více akcionářů, nebo alespoň zvýšení podílů stávajících akcionářů. Emitent si ale v rámci IPO může vybrat,<sup>29</sup> v jaké výši bude akcie emitovat, v jakém množství a tudíž i jak velkou část základního kapitálu, tj. vlivu ve společnosti bude emitovat, díky čemuž může částečně ovlivnit míru vlivu na řízení společnosti u nových akcionářů. Nicméně, akcionáři mají vždy právo na informace o interním dění ve společnosti. Přesto právo i zvýšení podílů akcionářů může být důvodem pro IPO, a to například v případě, že jediný či majoritní vlastník společnosti chce dobrovolně snížit svůj podíl ve společnosti, nebo v případech rodinných podniků, jako prostředek řešení problému generací obmý.<sup>30</sup>

Dalším důvodem pro IPO je pak zvýšení důvěryhodnosti společnosti, nebo společnost obchodovaná na veřejném regulovaném trhu musí být transparentní a musí projít před svým vstupem na trh tzv. *due diligence*, tj. právním a finančním auditem, navíc společnost má také po celou dobu obchodovatelnosti akcií informační povinnost vůči investorům, orgánu dohledu a organizátorovi trhu<sup>31</sup>. Nicméně, informační povinnost, která je spojena jak s procesem IPO tak se samotnou obchodovatelností na burze, může být i nevýhodou,<sup>32</sup> nebo emitent je mnohem kritičtěji sledován a každá událost s ním

---

bu negativní, pokud tedy společnost více peněz vydá, než přijme, nebo pozitivní, kdy společnost více peněz přijme, než vydá. Nejedná se ale o rozdíl mezi výnosy a náklady, tento rozdíl je vyjádřen buď ziskem, nebo ztrátou.

<sup>28</sup> MELUZÍN, Tomáš – a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>29</sup> V souladu s danými burzovními pravidly a zákony.

<sup>30</sup> Motivy vstupu společnosti na kapitálový trh formou IPO: řešení i pro rodinné firmy. In: *MM Průmyslové spektrum* [online]. 2.9.2009 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.mmspektrum.com/clanek/motivy-vstupu-spolecnosti-na-kapitalovy-trh-formou-ipo.html>.

<sup>31</sup> Viz the Securities Exchange Act of 1934; 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.

<sup>32</sup> BALASUBRAMANIAM, Kesavan. What are the advantages and disadvantages for a company going public?. In: Investopedia.com [online]. 26.2.2009 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoadvantagedisadvantage.asp>.

spojená má vliv na tržní cenu akcií. Společnosti, které jsou citlivé na zveřejnění informací v rámci svého odvětví tak z tohoto důvodu mnohdy IPO nepodstoupí.<sup>33</sup>

Proces vstupu na trh je také spojen se zviditelním společnosti a její vztahy k prestiží, neboť samotná příprava na IPO vede ke zvýšenému zájmu investorů a široké veřejnosti o společnost. IPO tedy slouží i jako určitá reklama pro emitenta.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>34</sup> IPO: Projeť nejsou vaše akcie na burze? In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Neuveđeno. [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO>.



## 2. PRÁVNÍ ÚPRAVA IPO V RÁMCI EVROPSKÉ UNIE

### 2.1. Základní principy EU a jednotný trh

Jak jsem již naznačila v úvodu, úprava prvotní veřejné nabídky akcií v České republice je v podstatě kompletně odvislá od úpravy unijní, je to pochopitelně dáno členstvím České republiky v EU. Evropská unie stále více prosazuje princip maximální harmonizace, tedy ponechává v této oblasti státům jen velmi malý prostor na vlastní úpravu.<sup>35</sup> I proto považuji za důležité na tomto místě nejdříve provést určitý stručný exkurz do práva Evropské unie, do základních principů fungování EU a historie vzniku jednotnosti úpravy trhů s finančními nástroji.

Jedním z nejdůležitějších principů EU je právní závaznost a vynutitelnost aktů EU<sup>36</sup>, a také jejich aplikace před národním právem.<sup>37</sup> Tyto principy nejsou zakotveny v základních smlouvách EU, ale byly vyvinuty prostřednictvím rozhodovací pravomoci Soudního dvora EU. V rámci regulativních aktů Evropské unie má tedy aplikace přednost a jsou ve všech členských státech právně závazné a vynutitelné. Tyto principy slouží především k zajištění harmonizace a jednotnosti unijního práva a k ochraně občanů EU.

Také je důležité zmínit, že jednotný vnitřní trh je jedním ze základních pilířů Evropské unie. Byl ve své podstatě dokončen a pojmenován Jednotným evropským aktem z roku 1986. Představuje vnitřní prostor bez hranic, kde se osoby, zboží, služby a kapitál mohou volně pohybovat bez jakýchkoliv finančních nebo byrokratických hranic. Jednotlivé orgány EU neustále pracují na odstranění překážek, které by v rámci národní právní úpravy jednotlivých členských států mohly bránit fungování jednotného trhu. Dochází tudíž k harmonizaci právních předpisů jednotlivých členských států a to podle osnovy unijních aktů.<sup>38</sup>

Volný pohyb kapitálu byl začleněn do jednotného trhu afl Maastrichtskou dohodou v roce 1992 a vztahuje se na nejširší okruh osob a států, nebo unijní

<sup>35</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>36</sup> Van Gend en Loos v Nederlandse Administratie der Belastingen, Case 26/62. Yvonne van Duyn v Home Office, Case 41-74.

<sup>37</sup> Flaminio Costa v E.N.E.L., Case 6-64.

<sup>38</sup> Vnitřní trh: obecný rámec. In: *Evropská komise* [online]. Neuveдено [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/internal\\_market\\_general\\_framework/index\\_cs.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/internal_market_general_framework/index_cs.htm).

úprava se aplikuje nejen na členské státy a volný pohyb kapitálu mezi nimi, ale i na volný pohyb kapitálu mezi členskými státy a třetími zeměmi.<sup>39</sup>

Volný pohyb kapitálu je založen na přeshraničních transakcích mezi investory v jednom členském státě a finančními institucemi v druhém. Zahrnuje především zahraniční investice (včetně převzetí společnosti nebo zisku zásadního vlivu na rozhodování), nákup a investice do nemovitostí, nákup a prodej cenných papírů, poskytování půjček a úvěrů a další peněžní operace s finančními institucemi (včetně osobních kapitálových operací jako je de facto apod.).<sup>40</sup>

## 2.2. Lamfalussyho proces

Rada ministrů hospodářství a financí (ECOFIN) jmenovala v červenci roku 2000 odbornou komisi pod vedením barona Alexandra Lamfalussyho. Tato komise byla ustanovena v rámci Akčního plánu pro finanční služby, jejímž cílem je omezení stávajících překážek integrace evropského finančního trhu a jeho vztáhnout harmonizaci. Závěrem zkoumání komise byla tzv. Lamfalussyho zpráva, která navrhovala mnoho reformních opatření k odstranění hlavních nedostatků stávajícího systému harmonizace práva členských států v oblasti finančního trhu. Lamfalussyho zpráva ale především představila nový model tvorby právních předpisů pro celý finanční trh. Tento model se nazývá Lamfalussyho proces, má za cíl zjednodušení a zrychlení legislativního procesu v oblasti finančních služeb, který povede k vztáhnout harmonizaci.<sup>41</sup>

První úroveň zahrnuje přijímání legislativních aktů (převážně směrnice) v rámci standardního legislativního postupu Radou EU a Evropským Parlamentem. Takto přijaté legislativní akty stanoví základní principy a body právní úpravy dle potřeb pro implementaci.<sup>42</sup>

Druhá úroveň je představována prováděcími předpisy, tedy pověstnými implementačními akty (nařízení nebo směrnice). Na této úrovni úzce spolupracuje Evropská komise se specializovanými výbory a Evropským Parlamentem.

<sup>39</sup> The EU Single Market: Legal Framework. In: *European Commission* [online]. 24.1.2013 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/capital/framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/capital/framework/index_en.htm).

<sup>40</sup> The EU Single Market: Overview. In: *European Commission* [online]. 6.9.2011 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/capital/overview\\_en.htm#what](http://ec.europa.eu/internal_market/capital/overview_en.htm#what).

<sup>41</sup> BRAUN, Judith Marion. Finanční služby: Lamfalussyho proces o vzniku a použití v praxi. In: *Evropský Parlament* [online]. 07/2008 [cit. 2013-04-02]. 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>42</sup> FAULHAMEROVÁ a HERBOCZKOVÁ. Právní moc evropských orgánů dohledu nad finančním trhem. *Obchodní právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančního trhu*. Praha: C.H. Beck, 2010, . 9. ISSN 1803-6554.

Tetí úroveň tvoří takzvaný evropský orgán dohledu, neboli ESMA (*European Securities and Markets Authority*, tedy Evropský orgán pro cenné papíry a trhy)<sup>43</sup>. Tento orgán má za úkol posilovat harmonizaci unijní úpravy v jednotlivých státech, k tomu vydává jednotlivé výkladové příručky<sup>44</sup>, avšak také nejprve zprávy a návrhy změn právní úpravy. Ve které úkony tohoto orgánu mají sloužit k posílení harmonizace a zvýšení efektivity opatření přijatých na 1. a 2. úrovni.<sup>45</sup>

Na tvrté úrovni pak Komise provádí kontrolu přijatých opatření v předchozích úrovních. V případě, kdy zjistí jakékoliv nedostatky, podnikne konkrétní kroky k jejich nápravě.<sup>46</sup>

### 2.3. Právní rámec EU

Na základě Lamfalussyho procesu byly přijaty také tzv. Lamfalussyho směrnice, tedy základní typy i směrnice první úrovně. Tyto směrnice tvoří zároveň základ Akčního plánu pro finanční služby. Jsou jimi:<sup>47</sup>

- Smernice 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 (dále jen MiFID);
- Smernice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu), (dále jen Smernice o zneužívání trhu);
- Smernice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při vešmě nabídkě nebo přijetí cenných papírů k obchodování a o změně směrnice 2001/34/ES. Text s významem pro EHP (dále jen Smernice o Prospektu);

<sup>43</sup> Více na <http://www.esma.europa.eu/>.

<sup>44</sup> Viz <http://www.esma.europa.eu/content/ESMA-guidebook>.

<sup>45</sup> FAULHAMEROVÁ. Reforma uspořádání dohledu nad finančním trhem v EU. *Obchodní právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. Praha: C.H. Beck, 2010, . 8. ISSN 1803-6554.

<sup>46</sup> BRAUN, Judith Marion. Finanční služby: Lamfalussyho proces o vzniku a použití v praxi. In: *Evropský Parlament* [online]. 07/2008 [cit. 2013-04-02]. 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>47</sup> Transposition of Lamfalussy Directives. In: *European Commission* [online]. 18.12.2012 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transposition/index_en.htm).

- Smernice 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 (dále jen Smernice o transparentnosti).

### 2.3.1. MiFID

MiFID je v rámci 2. úrovně Lamfalussyho procesu rozvinut prováděcími opatřeními, především pak nařízení Komise (ES) . 1287/2006<sup>48</sup> a dále směrnicí Komise . 2006/73/ES<sup>49</sup>. MiFID se zaměřuje především na zvýšení harmonizace tak, aby investorům byla nabízena vysoká úroveň ochrany a zároveň investiční podniky mohly nabízet své služby v rámci celé Unie. Zaměřuje se především na ochranu drobných investorů, občanů, kteří se obchodují na kapitálových trzích nepřímou, zjednodušenou se dává, ale tato směrnice zajišťuje ochranu spotřebitelů v oblasti finančních trhů.

Z tohoto důvodu MiFID zařadil do seznamu finančních nástrojů i některé deriváty a další nástroje, se kterými se obchoduje obdobným způsobem jako s tradičními finančními nástroji. Dále stanovuje určitý jednotný rámec pro výpočtové systémy obchodu s finančními nástroji tak, aby tento systém byl co nejvíce transparentní a probíhal na celém území EU jednotně. Také rozšířil definici okruhu osob, na které se vztahuje jeho působnost, tudíž osob poskytujících investiční služby jako jednu ze svých hlavních činností. Zavádí také možnost pro investiční podniky poskytovat své služby napříč celou Unií, aniž by museli žádat o zvláštní povolení příslušného národního orgánu. Za účelem ochrany investorů a transparentnosti trhu MiFID zvykne požadavky na aktuálnost a průhlednost informací.<sup>50</sup>

<sup>48</sup> Nařízení Komise (ES) . 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenci 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)

<sup>49</sup> Smernice 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)

<sup>50</sup> Smernice 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*. 21. dubna 2004.

Zákazníci jsou taktéž nově rozloženi do tří kategorií (profesionální a neprofesionální zákazník a protistrana), toto rozložení má vliv na míru ochrany a rozsah poskytovaných informací jednotlivým kategoriím zákazníků investičním podnikem.<sup>51</sup>

Investiční podnik má vůči svým zákazníkům informační povinnost především vzhledem k poskytovaným investičním službám, informacím o obchodovaných investičních nástrojích, o možných rizicích spojených s investiční službou nebo nástrojem a možnostech jejich minimalizace. V neposlední řadě má investiční podnik informační povinnost vůči svým zákazníkům také o pravidlech nakládání s jejich majetkem a jeho ochraně.<sup>52</sup> Stejně tak je investiční podnik povinen poskytnout svým zákazníkům informace o systému provádění pokynů, o politice stětu zájmů a pobídek a taktéž o systému pro podávání stížností a reklamací.<sup>53</sup> Zákazníci musejí být taktéž především informováni o veškerých poplatcích souvisejících s převodem. Veškeré tyto informace musí zákazník obdržet před uzavřením smlouvy.<sup>54</sup>

Pro tuto diplomovou práci je významná především harmonizace požadavků na poskytovatele investičních služeb, požadavků na ochranu investorů a zavedení možnosti poskytovat investiční služby napříč celou EU.

### 2.3.2. Směrnice o zneufňování trhu

Pro téma této diplomové práce není tato směrnice příliš podstatná, nicméně považuji za vhodné okrajově zmínit obsah její úpravy. Směrnice o zneufňování trhu je v rámci 2. úrovně dále rozvedena prováděcími opatřeními, a to především nařízením Komise (ES) č. 2273/2003<sup>55</sup> a směrnicí Komise č. 2004/72/ES.<sup>56</sup>

---

<sup>51</sup> Viz také §§ 15 a 15a Zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>52</sup> Například Garanční fond obchodníků s cennými papíry.

<sup>53</sup> Market in Financial Instruments Directive (MiFID): Informační povinnost. In: *Unicredit Bank* [online]. Praha [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: <http://www.unicreditbank.cz/web/mifid>.

<sup>54</sup> BRAUN, Judith Marion. Finanční služby: dřelité právní předpisy. In: *Evropský Parlament* [online]. 07/2008 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_7202\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_7202_cs.htm).

<sup>55</sup> Nařízení Komise (ES) č. 2273/2003 ze dne 22. prosince 2003, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů. Text s významem pro EHP.

<sup>56</sup> 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 důležitých informací

Tato směrnice dává velký důraz na řádné fungování trhu, nebo jen takový trh může vzbudit důvěru ve jednotu a tudíž přilákat investory. Jak naznačuje samotný název této směrnice, její předmět úpravy se zaměřuje především na řešení problémů s manipulací s cenou a šířením zavádějících informací, stejně tak na zneuctňování trhu s obchodováním zasvěcených osob.<sup>57</sup>

### 2.3.3. Směrnice o Prospektu

Směrnice o Prospektu je vzhledem k tématu této diplomové práce tou nejdůležitější směrnicí, neboť Prospekt je základním dokumentem, který musí být vyhotoven při každé emisi cenných papírů na regulovaném trhu, nejen tedy při prvotní emisi. Vztahuje se na emitenty v Evropské unii, ale také na emitenty ze třetích zemí, kteří chtějí emitovat své cenné papíry na území Unie, anebo fládají o uznání Prospektu vyhotoveného podle jejich národní úpravy. Úprav Prospektu a jeho obsahu se budu podrobněji věnovat v další části diplomové práce, tedy v části zabývající se úpravou prvotní veřejné nabídky v České republice, proto zde zmíním jen stručný obsah směrnice a nejdůležitější body úpravy.

Směrnice o Prospektu byla v rámci druhé úrovně provedena především nařízením Komise (ES) č. 809/2004<sup>58</sup>, které bylo několikrát novelizováno, a dále také například nařízením Komise (ES) č. 1569/2007.<sup>59</sup>

Směrnice o Prospektu tvoří základní část Akčního plánu pro finanční služby. V souladu s Lamfalussyho procesem, směrnice pouze stanovuje základní pravidla a principy, jež mají být implementovány státy, a to především v souladu s prováděcími předpisy druhé úrovně a s poradní pomocí ESMA jako Evropského orgánu dohledu (třetí úroveň).<sup>60</sup>

---

ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavení seznamů zasvěcených osob, oznamování transakcí osob s řídící odpovědností a oznamování podezřelých transakcí. Text s významem pro EHP.

<sup>57</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneuctňování trhu). In: *Úřední věstník EU*. 28. ledna 2003.

<sup>58</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, zveřejnění prospektů a šíření inzerátů. Text s významem pro EHP.

<sup>59</sup> Nařízení Komise (ES) č. 1569/2007 ze dne 21. prosince 2007, kterým se zavádí mechanismus pro určení rovnocennosti úctních standardů používaných emitenty cenných papírů ze třetích zemí v souladu se směrnicemi Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES a 2004/109/ES.

<sup>60</sup> DERINGER, Freshfields Bruckhaus a Michael Raffan CONSULTANT EDITOR. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City, 2006. 436 s. ISBN 19-051-2107-5.

Směrnice o Prospektu se zaměřuje především na akcie a dluhopisy a jejich deriváty, snaží se postihnout co nejširší definici cenných papírů. Nevztahuje se však na nekapitálové cenné papíry, které jsou emitované členským státem nebo jeho regionálními orgány či orgány místní samosprávy, ve veřejnými mezinárodními subjekty, jejichž je alespoň jeden z členských států členem, dále na nekapitálové cenné papíry vydané Evropskou centrální bankou nebo centrálními bankami členských států. Nicméně i tyto emitenti se mohou rozhodnout vyhotovit Prospekt dle této směrnice.<sup>61</sup> V zásadě se však dá říci, že Prospekt musí být vyhotoven pro jakékoliv emise akcií nebo dluhopisů. Z tohoto pravidla však existují četné výjimky, které se vztahují především na menší společnosti nebo na emise menšího objemu, a naopak se nevztahují na tolik diskutovaný široký okruh osob.<sup>62</sup>

Cílem Směrnice o Prospektu je především harmonizace úpravy v jednotlivých členských státech tak, aby byla zajištěna maximální ochrana a informovanost investorů a zároveň také, aby díky jednotné úpravě měla být pro emitenty jednodušší duální kotace a celkový vstup a obchodování na více trzích členských států. Jednotnost informací a systému poskytne jak investorům, tak emitentům větší míru jistoty, a tím i širší fungování a rozvoj trhu.

Směrnice dále specifikuje podmínky publikace Prospektu. Obecně je požadováno, aby prospekt musel být zveřejněn v předstihu, pokud jsou cenné papíry nabízeny prostřednictvím veřejné nabídky, nebo budou obchodovány na regulovaném trhu. Směrnice také na tomto místě poprvé definuje veřejnou nabídku, a to jako sdělení obsahující dostatek informací k podmínkám nabídky a k nabízeným akciím tak, aby se investor mohl kvalifikovaně rozhodnout k upsání či koupi akcií.<sup>63</sup>

Prospekt ale nemusí být zveřejněn v předstihu. Pokud jsou akcie nabízeny formou veřejné nabídky, nebo budou obchodovány na regulovaném trhu, Prospekt

---

<sup>61</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn pro veřejnou nabídku nebo pro obchodování cenných papírů, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: *Úřední věstník EU*. 4. Listopad 2003

<sup>62</sup> Viz SMUTNÝ, Aleš. Poznámky k definici veřejné nabídky. *Právní rozhledy: časopis pro veřejnou právní odvětví*. Praha: C. H. Beck, 2008, č. 12. ISSN 1210-6410.

<sup>63</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn pro veřejnou nabídku nebo pro obchodování cenných papírů, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: *Úřední věstník EU*. 4. Listopad 2003

musí být i p esto zve ejn n.<sup>64</sup> Prospekt nemusí být publikován v p ípad , fle nabídka sm ůje pouze v i kvalifikovaným investor m. Prospekt taktéfl nemusí být zve ej ován, pokud se nabídka vztahuje na mén jak 150<sup>65</sup> osob (nepo ítaje v to kvalifikované investory), nebo objem ve ejné nabídky nabízené kaflnému z investor je mén nefl 100 000 EUR. Výjimka z uve ejn ní se vztahuje taktéfl na cenné papíry, jejichfl jmenovitá hodnota je nejmén 100 000 EUR, nebo je ve ejná nabídka s celkovou hodnotou protipln ní ni fl nefl 5 000 000 EUR za dvanáct m síc .<sup>66</sup> Nicmén , pokud emitent chce, m fle Prospekt vypracovat a p edloflit orgánu dohledu svého lenského státu i kdyfl se na n j vztahuje výjimka z této povinnosti.<sup>67</sup>

Sm rnice dále rámcov stanovuje obsahové náleflitosti Prospektu. Sm rnice stru n shrnuje, fle Prospekt musí obsahovat ve-keré informace, které jsou nezbytné pro investora, aby mohl u init kvalifikované a informované rozhodnutí o zdrojích a povinnostech emitenta, jeho finan ní situaci, zisku a ztrát a taktéfl o vydávaném cenném papíru.<sup>68</sup>

Ve sm rnici je nov zaveden pofladavek na shrnutí Prospektu. Má se jednat o jakýsi úvod k Prospektu, obsahující stru n nejd leflit j-í informace o charakteristice a rizicích spojených s emitentem, p ípadným ru ítelem a s akciemi samotnými, má být psán v netechnickém jazyce a nem l by p ekro ít rozsah 2500 slov.<sup>69</sup> Za chybné i zavád jící informace uvedené ve shrnutí Prospektu je emitent, nebo zhotovitel Prospektu odpov dný pouze tehdy, pokud je p i výkladu se zbytkem Prospektu text zavád jící, nep esný anebo v rozporu.

---

<sup>64</sup> DERINGER, Freshfields Bruckhaus a Michael Raffan CONSULTANT EDITOR. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City, 2006. 436 s. ISBN 19-051-2107-5.

<sup>65</sup> Sm rnice Evropského Parlamentu a Rady 2010/73/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se m ní sm rnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zve ejn n p i ve ejné nabídce nebo p íjetí cenných papír k obchodování, a sm rnice 2004/109/ES o harmonizaci pofladavk na pr hlednost týkajících se informací o emitentech, jejichfl cenné papíry jsou p íjaty k obchodování na regulovaném trhu.

<sup>66</sup> Prospekt, který má být zve ejn n p i ve ejné nabídce nebo p íjetí cenných papír k obchodování. In: *Europa.eu* [online] 15.03.2011 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/124033c\\_cs.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/124033c_cs.htm).

<sup>67</sup> HUSTÁK; a KOL. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentá .* 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 1029 s. ISBN 978-80-7400-433-9

<sup>68</sup> Sm rnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zve ejn n p i ve ejné nabídce nebo p íjetí cenných papír k obchodování, a o zm n sm rnice 2001/34/ES. In: *Ú ední v stník EU*. 4. Listopad 2003

<sup>69</sup> Viz P íloha IV. Sm rnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zve ejn n p i ve ejné nabídce nebo p íjetí cenných papír k obchodování, a o zm n sm rnice 2001/34/ES.



Smrnice taktéfl zavádí tzv. trojdílný, složený Prospekt. Ten se skládá z registra ního dokumentu (obsahujícího informace o emitentovi), dokladu o cenném papíru (poskytující detailní informace o cenném papíru) a jifl zmi ovaného shrnutí. Registra ní dokument z stává v platnosti 12 m síc od jeho schválení p íslu-ným orgánem dohledu<sup>70</sup>, m fle tak být pouffit jako sou ást dal-ího Prospektu spolu s novým dokladem o cenném papíru a shrnutím. Stále je ale zachována moffnost vyhotovit Prospekt jako jednotný dokument. Smrnice také umo fl uje vydání tzv. základního Prospektu v p ípad nekapitálových cenných papír vydávaných ve ejnou nabídkou.<sup>71</sup>

Emitent, jeho fl cenné papíry byly p íjaty k obchodování na regulovaném trhu, má dle Smrnice o Prospektu také povinnost uve ej ovat výro ní zprávy, které musí obsahovat ve-keré informace, je fl emitent zve ejnil za uplynulých 12 m síc a musí obsahovat taktéfl odkaz na ro ní záv rku a dal-í povinn zve ej ované dokumenty.<sup>72</sup>

Konkrétní obsahová úprava Prospektu, vztahující se k jednotlivým typ m emitent , cenným papír m, stádiím ve ejné nabídky a úpisu, jsou pak popsané p edev-ím v na ízení Komise 809/2004<sup>73</sup>.

Záv rem tedy, Prospekt musí v fldy být schválen orgánem dohledu dle sídla emitenta, nikoliv tedy dle trhu, na kterém bude úpis realizován. Orgán dohledu má 10 pracovních dní na kontrolu Prospektu, 20 v p ípad IPO. Tato lh ta m fle být prodlouffena, pokud fládost o schválení neobsahuje ve-keré náleffitosti. Teprve poté, co je Prospekt schválen, m fle být publikován. V zásad se prosazuje spí-e jeho publikace pomocí elektronických zdroj , tedy na internetových stránkách emitenta, organizátora trhu, obchodníka s cennými papíry, orgánu dohledu atd. Samoz ejm stále z stává moffnost publikace Prospektu ve form broflury, i

---

<sup>70</sup> Nová smrnice o prospektu cenného papíru a transparentci. In: *epravo.cz* [online] 13.3.2012 [cit. 2013-04-04] Dostupné z: <http://www.epravo.cz/top/clanky/novelizace-v-oblasti-dohledu-nad-financnimi-trhy-81467.html>

<sup>71</sup> DERINGER, Freshfields Bruckhaus a Michael Raffan CONSULTANT EDITOR. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City, 2006. 436 s. ISBN 19-051-2107-5.

<sup>72</sup> Smrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zve ejn n p í ve ejné nabídce nebo p íjetí cenných papír k obchodování, a o zm n smrnice 2001/34/ES. In: *Ú ední v stník EU*. 4. Listopad 2003

<sup>73</sup> Na ízení Komise (ES) . 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí smrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsaflené v prospektech, úpravu prospekt , uvád ní údaj ve form odkazu, zve ej ování prospekt a-í ení inzerát . Text s významem pro EHP.

v celostátním deníku apod.<sup>74</sup> Ve stejná nabídka akcií i jakékoliv další sdělení obsahující informace o emisi musí být v souladu s informacemi uvedeny v Prospektu.

Skutečnou výhodou, kterou Směrnice o Prospektu zavádí, je tzv. vzájemné uznávání Prospektu (angl. *mutual recognition*). Prospekt, který je schválen orgánem dohledu v jednom členském státě, může být automaticky použit pro vstup na trh nebo ve stejnou nabídku i v jiném členském státě, a to pouze za podmínky, že orgán dohledu vydá osvědčení, že Prospekt byl schválen a vyhotoven v souladu s unijním právem. Pokud je Prospekt určen k úpisu akcií ve více členských státech, měl by být vyhotoven také v národním jazyce těchto států, případně v angličtině.<sup>75</sup> Pokud bude Prospekt vyhotoven v anglickém jazyce, může příslušný orgán dohledu požadovat, aby alespoň jeho shrnutí bylo vyhotoveno v národním jazyce.

#### 2.3.4. Směrnice o transparentnosti

Směrnice o transparentnosti je také směrnice vytvořená v rámci 1. úrovně Lamfalussyho procesu a dále provedena především směrnicí Komise 2007/14/ES.<sup>76</sup>

Účelem Směrnice o transparentnosti je zvýšení ochrany investorů a fungování trhu pomocí maximalizace transparentnosti kapitálových trhů EU. Toho má být dosaženo zejména v rámci harmonizace a jednotnosti právní úpravy v rámci členských států, a to především zavedením pravidelné povinnosti zveřejňovat zprávy o stavu a situaci emitentů, pravidelným zveřejňováním informací a posílením postavení držitelů cenných papírů. Směrnice také zavádí pravidelnou povinnost zveřejňování výročních finančních zpráv a dalších informačních dokumentů s uvedením osoby, jejíž za informace zde obsažené odpovídá. Směrnice o transparentnosti v určité míře doplňuje a navazuje na

---

<sup>74</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo při prodeji cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES. In: *Úřední věstník EU*. 4. Listopad 2003

<sup>75</sup> Nařízení Komise (ES) 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 jejich inzerátů. In: *Úřední věstník EU*. 29. duben 2004

<sup>76</sup> Směrnice Komise 2007/14/ES ze dne 8. března 2007, kterou se stanoví prováděcí pravidla k norem, kterým ustanovením směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou používány k obchodování na regulovaném trhu.

Smrnici . 2001/34/ES<sup>77</sup> (dále jen Smrnice o p íjetí CP); tyto smrnice tvo í d leflitou sou ást Ak ního plánu pro finan ní slufly.<sup>78</sup>

Vzhledem ke skute nosti, fle informa ní povinnost ulofená touto smrnicí se vztahuje afl na období po upsání akcií, zmíním na tomto míst pouze stru n obsah jejího zam ení, který je kompletn implementován i do eského práva, a to p edev-ím do ZPKT a do Zákona o eské národní bance a o dohledu v oblasti kapitálového trhu. Smrnice se tedy zam uje p edev-ím na pravidelné podávání zpráv o stavu emitenta, a to p edev-ím ro ní, pololetní a tvrtletní zprávy; dále také stanovuje ur ení osoby zodpov dné za obsah t chto zpráv, povinnost zve ejnit informace o majoritním akcioná i, zavádí nová práva a pravidla pro zacházení s drfliteli cenných papír , atd.

### 2.3.5. Smrnice o p íjetí CP

Tato smrnice je téfl velmi významnou, a to p edev-ím vzhledem k tématu této diplomové práce. Byla vytvo ena jako sou ást Ak ního plánu pro finan ní slufly a konsoliduje v sob jifl existující úpravu podmínek vstupu na oficiální trhy pro emitenty a taktéfl úpravu informa ních povinností, které jifl emitované spole nosti musí plnit. Smrnice o p íjetí CP tedy do sebe absorbovala úpravu ze smrnice Rady . 79/279/EHS o koordinaci podmínek pro p íjetí cenných papír ke kotování na burze cenných papír , smrnice Rady . 80/390/EHS o koordinaci pofladavk na sestavení, kontrolu a í ení prospekt cenných papír , které mají být zve ejn ny pro p íjetí cenných papír ke kotování na burze cenných papír , dále také smrnice Rady . 82/121/EHS o informacích, které mají pravideln uve ej ovat spole nosti, jejichfl akcie byly p ijaty ke kotování na burze cenných papír a také smrnici Rady . 88/627/EHS týkající se informací, které mají být zve ejn ny, je-li získán nebo odprodán v t-ínový podíl v zapsané spole nosti.

Pravidla obsaflená ve Smrnici se snafl vyváflit d slednou informovanost investor a transparentnost trhu na jedné stran , na druhé stran nezat flovat emitenty p íli-nou informa ní povinností, která by zvy-ovala nejen finan ní zát fl emitenta, ale také jej odrazovala od vstupu na oficiální trhy. Proto se Smrnicí o

---

<sup>77</sup> Smrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. kv tna 2001 o p íjetí cenných papír ke kotování na burze cenných papír a o informacích, které k nim mají být zve ejn ny.

<sup>78</sup> DERINGER, Freshfields Bruckhaus a Michael Raffan CONSULTANT EDITOR. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City, 2006. 436 s. ISBN 19-051-2107-5.

transparentnosti a Směrnicí o Prospektu utváří ucelenou část úpravy kapitálového trhu a především podmínek pro vstup na trh a zásady jeho transparentnosti.<sup>79</sup>

Takto nově konsolidovaná směrnice se vztahuje na všechny cenné papíry, u kterých je potřeba žádat o povolení úpisu na oficiálním trhu a také na všechny, které jsou již na oficiálním trhu obchodovány, a to bez ohledu na to, kdo je jejich emitentem.<sup>80</sup> Směrnice stanovuje povinnost uveřejnit veškeré finanční informace o emitentovi a detaily o cenném papíru před jeho prodejem na oficiální trh. V případě cenných papírů, o jejich prodeji na oficiální trh musí být požádáno, jsou tyto informace pochopitelně uvedeny v Prospektu.

Informace poskytnuté investorům musí splňovat pět základních kritérií, kterými jsou minimalismus, dostatečnost, pravidelnost, adekvátnost a mezinárodnost. To znamená, že členské státy mohou stanovit určité minimální kvantitativní kritéria (nediskriminace), která emitent musí splnit, aby mohl být zařazen do skupiny emitentů, na něž se vztahují výjimky ze směrnice. Informace poskytnuté emitentem musí být dostatečné tak, aby se na jejich základě mohl investor kvalifikovaně rozhodnout. Investor musí informace o emitentovi finančním stavu a informace pojící se k jím vydaným cenným papírům dostávat pravidelně, nejen při jejich úpisu a tyto musí vždy odrážet skutečný stav věci. Adekvátnost informací spočívá v tom, že investor musí být informován o veškerých důležitých změnách týkajících se emitenta. Mezinárodnost je dána v tom, že tyto požadavky se vztahují i na emitenty ze třetích zemí, kteří jsou obchodováni na oficiálních trzích v EU.<sup>81</sup>

Požadavky vztahující se na orgán dohledu a jazyk Prospektu jsou stejné, jako ve Směrnicí o Prospektu.

---

<sup>79</sup> Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities. In: *Europa.eu* [online] 4.8.2005 [cit. 2013-04-04] 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).

<sup>80</sup> S výjimkou, kdy emitentem je společnost místní samosprávy nebo regionální vlády, veřejnoprávní mezinárodní korporací, Evropskou centrální bankou nebo centrální bankou některého ze členských států.

<sup>81</sup> Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities. In: *Europa.eu* [online] 4.8.2005 [cit. 2013-04-04] 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).

## 2.4. Závěr

Výše uvedené směrnice jsou pouze základem právní úpravy finančních a kapitálových trhů v EU.<sup>82</sup> Tyto směrnice poskytují určitý základ, který je dále rozvinut na úřadních a směrnici Komise, jejich prováděcími předpisy a dále také nejrovnějšími předpisy, vysvětlivkami a dalšími dokumenty vytvářenými ESMA a českou národní bankou.

Právní úprava finančních a kapitálových trhů je sice téměř celá založena na unijním právu, toto je však velmi rozdílné a komplikované, neustále se mění a vyvíjí. K dané problematice neexistuje téměř žádná literatura, respektive aktuální literatura, jediným zdrojem informací jsou tak povětšinou jen internetové články, předpisy nejrovnějších institucí a samotné právní akty. Samotná následná analýza směrnic a jejich prováděcích aktů by rozsahově i tematicky šla mnohem dále, není to téma i rozsah této diplomové práce. Proto se na unijní úpravu pokusím zaměřit z trochu praktického úhlu pohledu v následující části.

Obsah výše uvedených směrnic a závěrů EU dá zjednodušeně shrnout následujícím způsobem. EU se především snaží o maximální harmonizaci v oblasti jednotného trhu s finančními nástroji. Zavedením jednotných pravidel usnadňuje obchodování na trzích ve více členských státech a celkověinnost spojenou s finančními trhy ve více členských státech. Taktéž se pomocí požadavků na vysokou informovanost a ochranu investorů snaží zvýšit důvěru v unijní finanční trhy, a tím přitáhnout investice na kapitálové trhy.

---

<sup>82</sup> Viz DERINGER, Freshfields Bruckhaus a Michael Raffan CONSULTANT EDITOR. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City, 2006. 436 s. ISBN 19-051-2107-5.

## 3. PRÁVNÍ ÚPRAVA IPO V ČESKÉ REPUBLICE

### 3.1. Veřejná nabídka akcií v České republice

V České republice je právní úprava prvotní veřejné nabídky zakotvena především v Zákoně o podnikání na kapitálovém trhu<sup>83</sup> (dále jen ZPKT) a Obchodním zákoníku<sup>84</sup> (dále jen ObchZ), dále také v Zákoně o Cenných papírech<sup>85</sup>, dále také v Zákoně o České národní bance<sup>86</sup> a v Zákoně o dohledu v oblasti kapitálového trhu<sup>87</sup>. Do těchto zákonů je implementovaná část výše uvedených směrnic, zbývající část je pak přímo závazná na základě uvedených prováděcích nařízení. V následujícím textu se vždy pokusím uvést konkrétní část zákona vztahujícího se k dané problematice i s odkazem na jeho provedení v unijním právu.

Veřejná nabídka akcií je v českém právu definována v § 34 odst. 1 ZPKT. *Jedná se o šjakékoli sdělení –ir–ímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investicích cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostupné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.* Tato definice je výsledkem transpozice čl. 2 odst. 1 písm. d) Směrnice o Prospektu.

V rámci českého obchodního práva lze prvotní veřejnou nabídku akcií uplatnit v zásadě ve dvou situacích, a to při založení společnosti (tzv. simultánní založení), nebo při navyšování základního kapitálu touto formou. Pokud je společnost zakládána prvotní veřejnou nabídkou akcií, musí získat kapitál nejméně ve výši 20 mil. Kč, jinak je úpis neúčinný. Stejně tak, pokud akciová společnost, jejíž vznikla soukromým úpisem akcií, navyšuje svůj základní kapitál formou IPO, musí jej navyšit alespoň na částku 20 mil. Kč.<sup>88</sup>

Postup pro ob veřejné nabídky je v zásadě stejný. Vzhledem ke skutečnosti, že založení společnosti formou veřejné nabídky akcií je institut v České republice nevyužívaný, budou se v nově přijaté poučité IPO při zvyšování základního kapitálu jistě existující společnosti.

<sup>83</sup> Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>84</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>85</sup> Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>86</sup> Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>87</sup> Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>88</sup> § 163 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů*. 5. listopad 1991.

Na tomto místě by bylo také vhodné uvést, že s účinností od 1.1.2014 se zrušuje ObchZ, Obanský zákoník a Zákon o cenných papírech a další zákony nahrazují se zákonem č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) a zákonem č. 89/2012 Sb., obanský zákoník. Zákon o obchodních korporacích bude nadále upravovat pouze specifika obchodních společností a družstev, zbývající (obecnější) část úpravy ObchZ je absorbována v novém obanském zákoníku. Mělo by tak dojít především ke sjednocení úpravy soukromého práva jako takového a k odstranění tzv. dvoukolejnosti úpravy v ObchZ a obanském zákoníku. Bude tedy jeden hlavní kodex soukromého práva a v rámci něj několik speciálních zákonů. Veřejné nabídky akcií se tato změna výrazněji nedotkne, neboť její proces je upraven velmi detailně právem Evropské unie. Obecně lze říci, že nová úprava práva společností do značné míry kopíruje úpravu v ObchZ, je ale více liberálnější a modernější. Akciové společnosti je například dána možnost emise různých druhů akcií, tedy akcií s různými právy a povinnostmi.<sup>89</sup>

### 3.2. Právní fáze IPO

Jak již bylo popsáno, tato fáze je mnohdy nejdelší částí celého procesu IPO a v závislosti na společnosti může trvat i několik měsíců až let. V této fázi by měl management společnosti po zvážení všech rizik, výhod a nevýhod IPO, dojít k rozhodnutí o navýšení základního kapitálu formou IPO. Management společnosti musí zhodnotit veškerá rizika spojená se vstupem na veřejně regulované trhy, zda je společnost známá a perspektivní, aby přilákala dostatečný zájem investorů, zda je vhodný čas pro vstup na regulované trhy (z hlediska společnosti i ekonomiky obecně).<sup>90</sup> Management společnosti také musí porovnat náklady na emisi akcií a jejich výnosnost.

Stejně tak musí společnost přejít na systém řízení *Corporate Governance* a začít útočit dle Mezinárodních účetních standardů IFRS,<sup>91</sup> jež vedou k větší transparentnosti společnosti pro investory.

---

<sup>89</sup> Zákon o obchodních korporacích po 1.1.2014. In: *PRK Partners* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-22] Dostupné z: <http://www.prkpartners.com/rekodifikace/pravni-info/zakon-o-obchodnich-korporacich/>.

<sup>90</sup> MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>91</sup> Viz Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1606/2002 o uplatnění mezinárodních účetních standardů; Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

### 3.3. Realiza ní fáze IPO

Tato fáze nastává v okamžiku, kdy management po zhodnocení veškerých rizik a pínos dojde k záv ru, že prvotní veřejná nabídka akcií je nejvhodnější pro rozvoj společnosti a získání peněžních prostředků a proces přechodu společnosti na systém řízení *Corporate Governance* a IFRS je dokončen. Musí být vybrán manažer emise, svolána valná hromada,<sup>92</sup> provedeno kompletní právní a finanční *due diligence*, vypracován Prospekt a požádáno o přijetí na kapitálový trh.

#### 3.3.1. Manažer emise

Emitent si také musí zvolit manažera emise (aranžéra emise, angl. *underwriter*). Touto osobou je povážinou investiční společnost, banka či obchodník s cennými papíry, tedy osoba, která má bohaté zkušenosti s kapitálovými trhy a pravidly zde uplatňovanými. Odměnu manažera emise povážinou tvoří určitá procentuální část z emise, zhruba 5-8%, záleží na velikosti emise. Manažer provede důkladnou analýzu společnosti, ze které zjistí potřebnou výši nového kapitálu a připravenost emitenta na IPO, vybere vhodný kapitálový trh, způsob evidování a kotaci akcií, určí případné zacílení na konkrétní skupinu investorů a sestaví tým poradců. Vztahy mezi manažerem emise a emitentem jsou upraveny nejčastěji mandátní smlouvou.<sup>93</sup>

Manažer emise si vybírá do svého týmu poradce především právníka a auditora, eventuálně další specialisty, kteří provedou *due diligence* společnosti. Mezi další poradce patří i specialista na PR proto, aby zajistil potřebnou propagaci veřejné nabídky a povědomí o ní se tak dostalo mezi investory a vzbudilo v nich zájem o emisi.<sup>94</sup>

#### 3.3.2. Valná hromada

O zvýšení základního kapitálu rozhoduje valná hromada akciové společnosti, nicméně ta má tuto pravomoc přenést na představenstvo, za dodržení podmínek stanovených zákonem a stanovami akciové společnosti. Pověření pro představenstvo musí obsahovat určení jmenovité hodnoty, druhu,

<sup>92</sup> Viz § 173 odst. 2 a § 202 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.

<sup>93</sup> MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

<sup>94</sup> Patria Online. Transakční tým a role členů. In: *Patria.cz* [online]. Neuveдено [cit. 2013-04-03]. Dostupné z: [http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2\\_faze\\_IPO\\_Pre-Listing.pdf](http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2_faze_IPO_Pre-Listing.pdf).



formy a podoby akcií, které mají být při zvýšení základního kapitálu vydány.<sup>95</sup> Pokud rozhoduje o navýšení valná hromada, musí pozvánka na valnou hromadu kromě obecných náležitostí dle § 184a odst. 3 ObchZ obsahovat také řadu údajů o návrhu navrhovaného zvýšení základního kapitálu, zejména obsah a rozsah jeho zvýšení, dále navrhovaný druh, podobu, formu a počet akcií, včetně jmenovité hodnoty, pokud budou vydávány i poukázky na akcie, ke kterým upisovaným akciím budou vydávány. Také se v pozvánce uvede lhůta pro upsání akcií a navrhovaná výše emisního kursu nebo způsob jeho určení.<sup>96</sup> Hlasování valné hromady o IPO musí být oddělené a je vyřizováno souhlas kvalifikované většiny alespoň dvou třetin hlasů přítomných akcionářů každého druhu akcií. Toto usnesení valné hromady musí být nejpozději do 30ti dnů zapsáno do příslušného obchodního rejstříku; zápis je konstitutivní.<sup>98</sup> Usnesení musí obsahovat veškeré náležitosti stanovené zákonem tak, aby mohl být úpis akcií učiněn dle § 203 odst. 2 ObchZ mimo jiné například:

- a) částku, o níž má být základní kapitál zvýšen, s určením, zda se při upsání akcií nad částku navrhovaného zvýšení základního kapitálu, a to buď bez omezení, nebo s určením omezení,
- b) počet a jmenovitou hodnotu, druh, formu a podobu upisovaných akcií,  
...
- d) určení, zda akcie, které nebudou upsány s využitím práva, budou všechny nebo jejich určitá část upsány akcionáři i na základě dohody podle § 205, zda budou nabídnuty určitě zájemci nebo zájemcem s uvedením osoby zájemce nebo osob zájemců anebo způsobem jeho nebo jejich výběru, anebo zda budou nabídnuty k upsání na základě veřejné nabídky,
- e) místo a lhůta pro upsání akcií bez využití práva s uvedením, jak bude upisovatel oznámen předem o této lhůtě, a emisní kurs takto upisovaných akcií nebo způsob jeho určení anebo povolení pro představenstvo, aby určilo emisní kurs, má-li být splacen v

<sup>95</sup> DDI; a KOL: *Akciové společnosti*. 7., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 697 s. ISBN 978-80-7400-404-9

<sup>96</sup> § 202 odst. 2 a 3 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů*. 5. listopad 1991.

<sup>97</sup> § 203 odst. 4 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů*. 5. listopad 1991.

<sup>98</sup> DDI; a KOL: *Akciové společnosti*. 7., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 697 s. ISBN 978-80-7400-404-9

<sup>99</sup> Viz § 203 odst. 2 a 3 zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.

pen zích, v etn stanovení, v jaké minimální vý-i m fle být p edstavenstvem ur en; emisní kurs nebo zp sob jeho ur ení musí být pro v-echny upisovatele stejný, nestanoví-li zákon jinak,

í

g) schvaluje-li se vydání akcií nového druhu, ur ení práv s nimi spojených,

í

i) p ipou-tí-li se upisování akcií nad ástku navrhovaného zvý-ení základního kapitálu, ur ení orgánu spole nosti, který rozhodne o kone né ástce zvý-ení.õ

ObchZ uvádí taktéfl v § 203 odst. 4, fle úpis akcií nem fle zapo ít p ed zápisem usnesení valné hromady o zvý-ení kapitálu do obchodního rejst íku. Jasn tedy vyplývá, fle spole nost m fle svolat valnou hromadu v zásad kdykoliv p ed zahájením úpisu akcií, respektive s dostate ným p edstihem, aby mohlo být usnesení v as zapsáno do obchodního rejst íku.

V p ípad , fle je spole nost zakládána ve ejným úpisem akcií, je usnesení valné hromady nahrazeno rozhodnutím zakladatel spole nosti.<sup>100</sup>

### 3.3.3. Due diligence a interní ocen ní spole nosti

Právní a finan ní *due diligence* zahrnuje p edev-ím hloubkovou kontrolu spole nosti po právní a ú etní stránce. Právní specialista provede analýzu spole nosti, jejích závazk a celkové její existence za ú elem odhalit ve-kerá rizika spojená s IPO. Tyto záv ry budou sloužit nejen jako podklad pro sestavení Prospektu. Mohou v-ak odhalit i n které nedostatky, pro které IPO nebude moci být provedeno, nebo které by mohly snížit jeho úsp -nost. Právní poradce je p ítomen prakticky po celou dobu realizace IPO, jak pro pot eby provedení *due diligence*, tak se podílí na sestavení Prospektu i na jednání s investory. Jeho p ítomnost je známkou d v ryhodnosti a otev enosti pro investory.

Auditor má pak za úkol provést kompletní finan ní analýzu historie spole nosti. Výsledkem této hloubkové kontroly je tzv. *comfort letter*. Auditor se tímto zavazuje, fle ve-kerá jeho zji-t ní odpovídají skute nému stavu a jsou poufita pro sestavení Prospektu.<sup>101</sup>

<sup>100</sup> Viz § 164, § 187 a § 202 zákona . 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.

<sup>101</sup> JEFÍEK; a KOL. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na ve ejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

Po *due diligence* je provedeno interní ocenění společnosti, které slouží pouze pro potřeby společnosti, aby mohla lépe a přesněji odhadnout emisní kurz akcií a jejich počet.

#### 3.3.4. Prospekt

Úprava prospektu byla uvedena nejprve v Zákonu o cenných papírech, následně úpravami ZPKT byla převedena do tohoto zákona, a to konkrétně do §§ 35-36m, kde je taktéž obsažena transpozice Směrnice o Prospektu. Jak již bylo uvedeno výše, Směrnice o Prospektu zavádí jednotný evropský pas pro emitenty, taktéž jednotné mezinárodní standardy informačních povinností při přeshraničních nabídkách a IPO zahraničních investorů. Směrnice sjednocuje národní úpravy jednotlivých členských států v oblasti náležitostí, schvalování a uznávání Prospektu.<sup>102</sup>

Povinnost vyhotovit prospekt je v podstatě jednou z mála zákonných podmínek vztahujících se k veřejné nabídce akcií. Výjimky z této povinnosti jsou popsány v části druhé. Další zákonné povinnosti uvedené v ZPKT jsou již jen uveřejnění prospektu, zásady propagace a rovného zacházení. ObchZ pak dodává ještě některé další podmínky pro veřejnou nabídku, ale pouze v případě simultánního založení společnosti (tedy založení veřejnou nabídkou).<sup>103</sup>

##### *3.3.4.1. Obsah prospektu*

*Š Propekt musí obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny nebo ohledně nichž je plánováno přejít k obchodování na evropském regulovaném trhu, nezbytné pro investory k zásadnímu posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a závazků, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně i osoby zaručující se za splacení cenných papírů (dále jen šruitelů). Propekt musí být formulován srozumitelně, zejména srozumitelnou analýzou.*<sup>104</sup>

Je tedy zcela zřejmé, že údaje uvedené v Prospektu musí poskytnout investorům nezbytné podklady k posouzení jak emitenta, tak vydávaného cenného

<sup>102</sup> ECH, Petr. Nová směrnice ES o prospektu. *Právní zpravodaj: měsíčník pro právní praxi*. Praha: C.H. Beck, 2004, č. 3. ISSN 1212-8694.

<sup>103</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>104</sup> § 36 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. In: *Sbírka zákonů*. 14. duben 2004

papíru. Zde se uplatní především výsledky z *due diligence*, nebo především z nich bude Prospekt vycházet v části týkající se emitenta. V Prospektu lze také n které informace uvést pouze odkazem na jeden i více dokument . Tyto dokumenty však musí být schváleny NB, i být momentálně ve schvalovacím procesu, musí se jednat o nejaktuálnější a veřejně dostupné dokumenty, a to po celou dobu veřejnosti prospektu. Tato možnost je výsledkem transpozice čl. 11 Směrnice o Prospektu do § 36 odst. 4 ZPKT.

NB také může v souladu s § 36e ZPKT může povolit zúžení Prospektu o n které náležitosti, pokud se tím však Prospekt nestane klamavým. Prospekt lze zúžit pouze o náležitosti, které nejsou podstatné pro účely veřejné nabídky a pro přijetí na trhu, nebo pro posouzení základních informací o finanční situaci emitenta a jeho budoucího vývoje. Dále není potřeba uvádět náležitosti, jejichž veřejnost by bylo v rozporu s veřejným zájmem, nebo jejichž veřejnost by mohlo poškodit emitenta. V takovém případě se musí jednat zároveň o náležitosti, jejichž neveřejnost nezpůsobí omyl ohledně podstatných skutečností týkající se emitenta i samotné emise.

Prospekt akcie musí vždy obsahovat shrnutí Prospektu. To tvoří stručné shrnutí základní charakteristiky a rizik emitenta. Shrnutí musí být vždy vyhotoveno ve stejném jazyce jako Prospekt, pokud je však Prospekt vyhotoven v jiném, než českém jazyce, může NB požadovat jeho překlad do českého jazyka. Shrnutí vždy musí obsahovat upozornění, že:

- a) *š toto shrnutí představuje úvod k prospektu,*
- b) *rozhodnutí investovat do cenných papírů by nemělo být založeno na tom, že investor zvažuje prospekt jako celek,*
- c) *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*
- d) *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.*<sup>105</sup>

Shrnutí dále musí obsahovat informace uvedené v § 36 odst. 5 písm. b) ZPKT.

Prospekt může být vyhotoven jako jednotný dokument nebo jako dokument složený ze tří částí, a to konkrétně z registračního dokumentu, dokladu o cenném papíru a shrnutí.

Registrační dokument musí obsahovat informace o emitentovi a může být použit i při dalších emisích, nebo je platný po dobu 12 měsíců od jeho schválení příslušným orgánem dohledu.<sup>106</sup> Registrační dokument musí obsahovat nejdříve identifikační údaje emitenta, dále pak informace o jeho základním kapitálu a způsob rozložení do upisovaných akcií. Poté emitent uvede údaje o svém podnikání, informace o majetku, závazcích, finanční situaci, o svém budoucím směřování, dále údaje o statutárních a dozorových orgánech a vrcholném managementu a také uvést, na jaký účel použije peníze získané z emise.

Doklad o cenném papíru pak obsahuje informace o nabízeném cenném papíru, zejména pak údaj o právním základu emitovaného cenného papíru, jeho druh, formu, podobu a počet kusů, mezinárodní identifikační označení cenného papíru (ISIN). Dále také celková jmenovitá hodnota emise spolu se jmenovitou hodnotou akcie, informace o dividendách, způsobu evodu akcie a emisní kurz akcie. Dále například i informace o úpisu a o postupu při veřejné nabídce, spolu s lhůtou pro upisování.

Podle čl. 25 odst. 1 nařízení Komise č. 809/2004 (dále jen Nařízení o Prospektu), za situace, kdy je Prospekt vyhotoven jako jednotný dokument, musí obsahovat následující údaje v tomto pořadí:

- jasný a detailní obsah,

<sup>105</sup> § 36 odst. 5 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. In: *Sbírka zákonů*. 14. duben 2004

<sup>106</sup> Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/78/EU ze dne 24. listopadu 2010 kterou se mění směrnice 98/26/ES, 2002/87/ES, 2003/6/ES, 2003/41/ES, 2003/71/ES, 2004/39/ES, 2004/109/ES, 2005/60/ES, 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2009/65/ES s ohledem na pravomoci Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění) a Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy).

- souhrn náležitostí uvedených v čl. 5 odst. 2 Směrnice o Prospektu,
- veškeré rizikové faktory, které se pojí s emitentem a emitovaným cenným papírem,
- další údaje dle programů a modulů, podle nichž je Prospekt sestavován.

V případě, že je Prospekt sestavován ze tří samostatných dokumentů, pak se registrační dokument i doklad o cenném papíru bude skládat z následujících údajů v tomto pořadí:

- jasný a detailní obsah,
- veškeré rizikové faktory, které se pojí s emitentem a emitovaným cenným papírem,
- další údaje dle programů a modulů, podle nichž je Prospekt sestavován.<sup>107</sup>

Veškeré obsahové náležitosti Prospektu pro jednotlivé druhy cenných papírů a způsobů úpisů, jeho forma, způsob zveřejnění, metody zveřejnění, stejně jako metody a způsob zveřejnění veškeré nabídky jsou upraveny v Nařízení o Prospektu. Zde jsou detailně rozděleny do jednotlivých programů a modulů, ZPKT obsahové náležitosti jako takové není specifikováno, toto nařízení je prováděcím aktem Směrnice o Prospektu a je přímo aplikovatelné ve všech členských státech.

Prospekt vyhotovuje buď emitent sám, nebo manažer emise, případně ve vzájemné spolupráci. Osoba nebo osoby, které vyhotovují Prospekt také odpovídají za jeho obsah, proto v Prospektu musí být identifikační údaje o odpovědných osobách, spolu s jejich prohlášením, že údaje uvedené v Prospektu jsou správné a že nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam Prospektu.

Jazykové požadavky<sup>108</sup> na vyhotovení prospektu jsou pak zcela stejné jako v čl. 19 Směrnice o Prospektu a byly již uvedeny výše.

#### 3.3.4.2. Schválení Prospektu

Hotový prospekt se zasílá NB ke schválení, součástí žádosti o schválení musí být i dva výtisky Prospektu a výpis z obchodního rejstříku společnosti.<sup>109</sup>

<sup>107</sup> ADA, David. *Primární emise v evropském a českém právu*. Brno, 2008. Diplomová práce. Právnická fakulta Masarykovy univerzity.

<sup>108</sup> Viz § 36g zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. In: *Sbírka zákonů*. 14. duben 2004

V případě IPO má NB 20 pracovních dní na schválení Prospektu. Tato lhůta se ale prodlouží, pokud není žádost o schválení kompletní nebo poskytnuté dokumenty nepostačí k jejímu posouzení. Od dodatečného dodání potřebných dokumentů běží nová lhůta. Na schvalování Prospektu se proimply použije zákon č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů.<sup>110</sup>

NB však může schválit i neúplný Prospekt, tedy Prospekt, kde některé potřebné údaje chybí. Předložený Prospekt musí v tomto případě obsahovat alespoň informace o tom, jak budou chybějící údaje doplněny (povětšinou se jedná o údaje o emisním kurzu, který bude stanoven až později na základě zájmu investorů během *roadshow* a *bookbuildingu*).

§ 36l ZPKT transponuje úpravu tzv. Jednotného evropského pasu, neboli duální kotace (čl. 17 a 18 Směrnice o Prospektu), díky tomuto staší emitentovi pouze požádat NB o vydání osvědčení o schválení Prospektu. To osvědčuje, že Prospekt byl vyhotoven v souladu s unijním právem. O toto osvědčení může emitent požádat už při samotné žádosti o schválení Prospektu, nebo kdykoliv poté (dokud je Prospekt platný). NB spolu s osvědčením také vyrozumí o jeho vydání emitenta, orgán dohledu kde má být emise provedena a ESMA. Stejný postup se použije i v případě, že by emitent se sídlem v České republice chtěl provést IPO na jiném oficiálním trhu, jelikož je pro schválení Prospektu vždy příslušný orgán dle sídla emitenta.<sup>111</sup>

#### 3.3.4.3. Uveřejnění Prospektu

Poté, co je Prospekt schválen, měl by být bez zbytečného odkladu uveřejněn, a to alespoň jedním z níže uvedených způsobů:

- a) Na internetových stránkách emitenta nebo manažera emise či obchodníka s cennými papíry
- b) V úplném znění alespoň v jednom celostátním deníku a současně na internetových stránkách emitenta, manažera emise nebo obchodníka s cennými papíry,

---

<sup>109</sup> Povolovací a schvalovací řízení o Emitenti. In: *Česká národní banka* [online] Neuveřejněno [cit. 2013-03-25] Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/povolovaci\\_schvalovaci\\_rizeni/emitenti/index.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/povolovaci_schvalovaci_rizeni/emitenti/index.html).

<sup>110</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>111</sup> ECH, Petr. *Nová směrnice ES o prospektu. Právní zpravodaj: měsíčník pro právní praxi*. Praha: C.H. Beck, 2004, č. 3. ISSN 1212-8694.

- c) Ve formě brožury, která je bezplatně dostupná ve veřejnosti v sídle organizátora trhu, sídle emitenta, manažera emise nebo obchodníka/ s cennými papíry a současně na internetových stránkách emitenta, manažera emise nebo obchodníka s cennými papíry,
- d) Na internetových stránkách organizátora trhu, kde má být IPO obchodováno, nebo
- e) Na internetových stránkách nabízejícího, pokud ve veřejnou nabídku činí nikdo jiný, než emitent.<sup>112</sup>

Skládá-li se Prospekt z několika částí, musí každá taková část obsahovat odkaz na umístění dalších částí. Při IPO musí být Prospekt zveřejněn v českém jazyce, pokud emitent využije duální kotace, pak může být zveřejněn v anglickém jazyce. Shrnutí Prospektu se zveřejňuje v českém jazyce. Prospekt musí být dostupný na internetových stránkách emitenta nepřetržitě po dobu 12 měsíců. Výjimky z povinnosti uveřejnit Prospekt jsou již popsány v části druhé.<sup>113</sup>

V souladu s čl. 16 Směrnice o Prospektu a § 36j ZPKT, pokud v meziobdobí od schválení Prospektu do ukončení IPO dojde ke změnám, které ze skutečností uváděných v Prospektu a tato skutečnost by mohla ovlivnit rozhodnutí investora, nebo je zjištěn chybný údaj s podobným možným efektem, musí emitent nebo osoba, jež vyhotovila Prospekt, předložit NB dodatek Prospektu ke schválení. Po jeho schválení jej musí uveřejnit stejným způsobem jako Prospekt. Investor má v takovém případě právo odstoupit od smlouvy do dvou pracovních dnů.

### 3.3.5. žádost o přijetí akcií k obchodování

V podmínkách České republiky může emitent žádat o přijetí buď na BCPP, nebo na RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. V dalším textu se budu v nově plativších podmínkách přijetí na oficiální trh BCPP, nebo tento je pro IPO využíván, avšak požadavky na přijetí IPO na trh mají oba organizátoři trhu v podstatě identické.<sup>114</sup>

<sup>112</sup> §36h zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. In: *Sbírka zákonů*. 14. duben 2004

<sup>113</sup> Nabídka směřovaná pouze v rámci kvalifikovaným investorům, v rámci méně než 150 investorů atd.

<sup>114</sup> Srov. Pravidla pro přijetí investičních nástrojů k obchodování na regulovaném trhu RM-S. Dostupné z: [http://www.rmsystem.cz/docs/predpisy/Pravidla\\_pro\\_prijeti\\_RT.pdf](http://www.rmsystem.cz/docs/predpisy/Pravidla_pro_prijeti_RT.pdf); BURZOVNÍ PRAVIDLA, ČÁST VI. Podmínky přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu Prime Market. 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).



žádost o přijetí akcií k obchodování na Trhu Prime BCPP se zasílá ke schválení a posouzení Burzovnímu výboru pro kotaci ufl b hem p ípravy Prospektu, nebo ekání na jeho schválení. žádost musí obsahovat identifika ní údaje emitenta, emise a také k ní musí být doloženy dal-í doklady. Mezi n pat í doklad o p id lení ISIN<sup>115</sup>, Prospekt, ú etní záv rky za poslední 3 hospodá ké roky, výpis z obchodního rejst íku, stanovy emitenta, atd. Emitent také musí podepsat prohlá-ení, ve kterém na sebe p ebírá odpovědnost, potvrzuje, že ve-keré doklady jsou pravdivé a v souladu se zákonnými požadavky, že souhlasí s uve ejn ním v-ech informací, které souvisí se žádostí a p ípadné dal-í informace potřebné b hem obchodování na burze.<sup>116</sup>

Výbor pro kotaci rozhodne do 30 dn . V p ípad , že odmítne emitentovu žádost, m že emitent požádat o přijetí stejné emise nejd íve za rok. Pokud v dob rozhodování výboru je-t není schválen Prospekt, m že výbor vydat tzv. podmíné né přijetí. Pokud bude Prospekt schválen, bude se nahlížet na emitenta jako by jeho žádosti o přijetí bylo vyhov no.

#### 3.3.6. Marketing a stanovení emisního kurzu

V tomto období probíhá nejd íve tzv. *roadshow*, neboli p ímé oslovení investor . T mto jsou manaferem emise poskytnuty ve-keré informace týkající se IPO, jež mají v investorech vzbudit zájem o úpis. Po *roadshow* nastává *bookbuilding*, tedy n kolikadenní období, b hem n hořl investo i zasílají manaferovi emise nákupní p íkazy. Tyto p íkazy jsou pak zpracovány speciálním programem, který ur í emisní kurs a po et akcií.

#### **3.4. Úpis akcií (post-realiza ní fáze)**

Poté co jsou tyto údaje o emisi známy, je o n dopln n Prospekt. Jakmile NB dodate n schválí dopln ní Prospektu, m že zapo ít samotné upisování. Je taktéř d ležitě zmínit, že nejpozd ji spolu s ve ejnou nabídkou emitent musí uve ejnit i schválený Prospekt. eské právo chápe ve ejnou nabídku akcií jako ve ejný návrh na uzav ení smlouvy dle ObchZ. Jakmile je ve ejná nabídka zve ejn na, jiřl ji nelze m nit.<sup>117</sup> Zákon nestanovuje obsahové požadavky na ve ejnou nabídku, je ale samoz ejm nutné vycházet z obecných princip ur itosti

<sup>115</sup> ISIN p id lje Centrální depozitá cenných papír , a.s. na základ žádosti emitenta a doložení potřebných dokument .

<sup>116</sup> 1. 2, BURZOVNÍ PRAVIDLA, ÁST VI. In: *Burzovní pravidla*. 19. listopad 2012

<sup>117</sup> D DI ; a KOL: *Akciové spole nosti*. 7., p erpracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 697 s. ISBN 978-80-7400-404-9

obsahu smluvního vztahu a právního úkonu stanovené jak obanským zákoníkem, tak ObchZ. Upisování IPO probíhá formou zápisu do listiny upisovatelů; tento institut nahrazuje smlouvu.<sup>118</sup>

Zápis do listiny upisovatelů musí obsahovat identifikační údaje upisovatele (včetně jeho podpisu) a dále identifikační údaje akcie, tj. počet, jmenovitou hodnotu, formu, podobu, druh akcií a lhůtu pro splacení upsaných akcií.<sup>119</sup>

V okamžiku, kdy dojde k upsání akcií odpovídajícího rozsahu základního kapitálu a je splaceno 30% jejich jmenovité hodnoty v etně emisního obfía, je představenstvo povinno podat k obchodnímu rejstříku návrh na zápis nové výše základního kapitálu.

V Příloze 1. je uveden časový harmonogram IPO dle BCPP.

Přijetí akcií na oficiální trh zakládá emitentovi poměrně značnou informační povinnost vůči veřejnosti, BCPP a NB. Informační povinnost vychází v zásadě ze Směrnice o transparentnosti, která byla transponována do ZPKT, především do §§ 118 a násl. Tato směrnice zavádí pravidelnou informační povinnost, dále oznamovací povinnost a taktéž některé další ad hoc informační povinnosti.

Považuji za vhodné na tomto místě zmínit, že NB na svých stránkách zveřejnila a založila tzv. Úložiště regulovaných informací<sup>120</sup> na základě ZPKT a Směrnice o transparentnosti. Prostřednictvím tohoto systému NB zpřístupňuje veřejně přístupné informační dokumenty, jež jsou jí především emitenty zaslány dle jejich zákonných povinností, a to od 1.8.2009.<sup>121</sup> Toto úložiště nezbavuje emitenty a další osoby povinnosti zveřejnit povinné informace, pouze tyto shromáždí na jednom místě. Prostřednictvím Centrálního úložiště regulovaných informací jsou zpřístupněny následující informace:

1. *švýroční zpráva a pololetní zpráva emitenta (§ 118 ZPKT, § 119 ZPKT)*
2. *mezitímní zpráva emitenta (§ 119a ZPKT)*

<sup>118</sup> Viz § 276 a násl. zákona č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>119</sup> ADA, David. *Primární emise v evropském a českém právu*. Brno, 2008. Diplomová práce. Právnická fakulta Masarykovy univerzity.

<sup>120</sup> Viz. [https://oam.cnb.cz/siprextdad/SIPRESWEB.WEB21.START\\_INPUT\\_OAM?p\\_lang=cz](https://oam.cnb.cz/siprextdad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz).

<sup>121</sup> Informace do 31.7.2009 zde: [https://oam.cnb.cz/siprextdad/SIPRESWEB.WEB21.START\\_INPUT\\_OAM?p\\_lang=cz&p\\_hist=A](https://oam.cnb.cz/siprextdad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz&p_hist=A).

3. zm ny práv k vydaným investičním nástroj m (§ 119b odst. 1 a 2 ZPKT)
4. informace o nové emisi, přijaté přijetí nebo úvrhu (§ 119b odst. 3 ZPKT)
5. souhrnný dokument o uveřejněných informacích za posledních 12 měsíců (§ 120 odst. 7 ZPKT) - zrušeno s účinností od 15. 7. 2011
6. informace související s valnou hromadou nebo se schůzí vlastníků dluhopisů (§ 120a odst. 2 a 3, § 120b odst. 1 a 2 ZPKT, § 120c odst. 1)
7. oznamování podílů na hlasovacích právech emitenta (§ 122 odst. 1 ZPKT)
8. nabytí nebo pozbytí vlastních akcií emitentem (§ 122 odst. 15 ZPKT)
9. celkový počet hlasovacích práv a výše základního kapitálu (§ 122 odst. 16 ZPKT)
10. vnitřní informace (§ 125 odst. 1 ZPKT)
11. manažerské transakce (§ 125 odst. 5 ZPKT)
12. volba členského státu EU emitentem (§ 123 ZPKT).<sup>122</sup>

### 3.5. Závěr

Z výše popsaného vyplývá, že česká úprava je ze zřejmých důvodů spjata s Evropskou. BCPP má ve své velmi dobré hodnocení, byla označena za transparentní a bezpečný trh<sup>123</sup> a patří mezi nejsilnější burzy střední a východní Evropy.<sup>124</sup> Na emitenty neklade zbytečně velkou zátěž nad rámec zákona a momentálně nepofladuje za první rok obchodování a vstup na burzu žádné poplatky<sup>125</sup>, což by mohlo přilákat budoucí emitenty. Faktem však zůstává, že mnoho IPO na BCPP nebylo za její existence provedeno, a pokud ano, je nutno podotknout, že tyto firmy povětšinou využily možnosti duální kotace a emitovaly své akcie i na jiných unijních trzích. Tento institut bych ostatně hodnotila velmi pozitivně.

<sup>122</sup> Centrální úložiště regulovaných informací. In: *Česká národní banka* [online] Neuveďeno [cit. 2013-03-25]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/informace\\_zverejnovane\\_emitenty/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/informace_zverejnovane_emitenty/).

<sup>123</sup> Od Americké komise pro cenné papíry dostala prestižní státu *Designated Offshore Securities Market*.

<sup>124</sup> Profil společnosti. In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-08] Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>.

<sup>125</sup> IPO: Pro práv pražská burza. In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-08] Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO>.

Následné informa ní povinnosti kladené na emitenty jsou pom rn vysoké, av-ak vzhledem k odeznívající ekonomické krizi zcela pochopitelné a ospravedlnitelné, alespo z obecného úhlu pohledu v této ekonomické situaci. Zpracování následné informa ní povinnosti je celkem p ehledné i v samotném ZPKT.

Pom rn negativn v-ak hodnotím dostupnost informací, nebo ani na evropské ani na eské úrovni nejsou dohledatelné p íru ky pro emitenty, které by elementárn popisovaly, jak p i IPO postupovat. V této dostupnosti jsme daleko za Amerikou, kde v-echny burzy vydávají své aktualizované p íru ky IPO a disponují velkým mnofstvím ve ejn dostupného materiálu na internetu. Samoz ejm , pokud se kdokoli rozhodne podstoupit tento proces, je nezbytn nutné najmout p íslu-né odborníky, av-ak domnívám se, že toto se vzájemn nevyllu uje. Pokud klademe zásadní d raz na informovanost investor , m l by tento pofladavek být vyvážen taktéfi informovaností emitent . Dostupné p íru ky podávají pouze velmi strohé, základní i dokonce neaktuální podklady a informace.

## 4. KAPITÁLOVÉ TRHY A IPO VE SPOJENÝCH STÁTECH AMERICKÝCH

### 4.1. Úvod do princip fungování amerických kapitálových trh

V úvodu této části bych ráda nejdříve stručně nastínila princip fungování kapitálových trhů na území Spojených států, historický původ této úpravy a zmínila nejdříve hlavní subjekty kapitálového trhu. Poté se zaměřím na samotný postup při procesu IPO.

Americké kapitálové trhy mají naprosto nesrovnatelné postavení, význam, velikost a výslovnost v porovnání s českým trhem i s ostatními kapitálovými trhy. Co se týče požadavků na obsáhlost zveřejňovaných informací, jsou také jedny z nejnáročnějších.<sup>126</sup>

Nebylo tomu tak vždy. Americké kapitálové trhy bývaly poměrně liberální, byly řízeny prakticky jen touhou po zisku emitentů i investorů, a to až do tzv. černého pátku na New Yorkské burze (dále jen NYSE) v roce 1929. Tento krach odstartoval velkou hospodářskou depresi 30. let a trvalo téměř čtvrt století, než se trh dostal na stejnou úroveň jako před oním černým pátkem (měno dle *Dow Jones Industrial Average* indexu<sup>127</sup>).<sup>128</sup> V reakci na tento krach kapitálových trhů byl v roce 1933 přijat *The Securities Act*, který ukládá povinnost emitentům ohledně nich samých i jimi nabízených cenných papírů, především při jejich vstupu na trh. V návaznosti na tento zákon pak byl roku 1934 přijat *The Securities Exchange Act*, který se zaměřuje na následné obchodování na burze a povinnosti emitentů po jejich vstupu na trhy. Tímto zakládá Komisi pro cenné papíry (SEC).<sup>129</sup> Oba tyto zákony ve své podstatě platí dodnes, byly pochopitelně mnohokrát novelizovány, ale základní myšlenka i úprava zůstává neměnná. Tímto základem je požadavek na registraci cenných papírů (včetně IPO) u SEC, povinné uveřejnění obchodních a finančních informací v Prospektu a v registrační zprávě, následné oprávnění a povinnost SEC ověřit pravdivost těchto údajů (klást dotazy, připomínky, požadovat doplnění, vysvětlení). Dále tyto

<sup>126</sup> NÝVLTOVÁ, Romana a Mária Efi ÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>127</sup> Americký akciový index.

<sup>128</sup> Krach na newyorské burze v roce 1929. In: *Peníze.cz* [online] Neuvedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/15898-krach-na-newyorske-burze-v-roce-1929>.

<sup>129</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

zákony uplatují úplný zákaz uvádění nepravdivých informací a podvodného jednání, taktéž stanovují osobní soukromoprávní odpovědnost a udělují SEC nejvyšší nástroje donucení při porušení stanovených povinností.<sup>130</sup>

#### 4.1.1. Pyramida regulátor

Právní regulace kapitálových trhů je dle NYSE tvořena pyramidou, na jejím vrcholu stojí Americký Kongres, dále SEC, pod ním NYSE a další samosprávné organizace. Základy pyramidy pak tvoří jednotliví obchodníci s cennými papíry.<sup>131</sup> V další části je tedy uveden systém přijímání a vytváření pravidel pro kapitálové trhy, respektive jeho nejvýznamnější iniciátory.

##### *4.1.1.1. The U.S. Congress*

Americký Kongres je zákonodárným sborem Spojených států, ze své pozice tak pochopitelně přijímá legislativu upravující fungování kapitálových trhů v USA a má také pravomoc zakládat nejvyšší organizace. Kongres založil i samotný SEC a udělil mu veškeré pravomoci, kterými disponuje. Založil také další významnou instituci, a to *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC, organizaci na ochranu investorů). SIPC má za úkol pojišťovat vklady a akcie na zákaznických účtech obchodníků s cennými papíry pro případ, kdy by firma zkrachovala. Jelikož je NYSE jeden z největších kapitálových trhů v USA a asi 95% peněžních prostředků a cenných papírů z USA je obchodováno právě na NYSE, podílí se významně i na tomto zajištění vkladů a cenných papírů.<sup>132</sup>

##### *4.1.1.2. The U.S. Securities and Exchange Commission*

SEC, Komise pro cenné papíry, byla založena *The Securities Exchange Act of 1934* (dále jen SEA). Lze ji definovat jako nezávislou, kvazi soudní instituci. Mezi hlavní její poslání patří dohled nad kapitálovými trhy, zajištění uveřejnění všech důležitých a pravdivých informací emitenty a ochrana investorů proti podvodnému a manipulativnímu jednání, kterému mohou být vystaveni na kapitálových trzích.<sup>133</sup> SEC také uděluje licence, registruje veškeré obchodované cenné papíry, vyhledává a prošetřuje netransparentní obchody. V případě potřeby

<sup>130</sup> WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practical guide to going public*. New York City: Practising Law Institute, 2009, v. (loose-leaf). Practising Law Institute's corporate and securities law library. ISBN 14-024-1164-2.

<sup>131</sup> The Regulatory Pyramid. In: *NYSE Euronext* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts\\_reg\\_pyramid.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts_reg_pyramid.pdf).

<sup>132</sup> The Regulatory Pyramid. In: *NYSE Euronext* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts\\_reg\\_pyramid.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts_reg_pyramid.pdf).

<sup>133</sup> SEC. In: *InvestorWords.com* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investorwords.com/4417/SEC.html>.

také navrhuje Kongresu přijetí nové právní úpravy a deleguje pravomoci na samosprávné organizace.<sup>134</sup>

Vrcholným orgánem SEC je jeho pět komisařů, kteří jsou jmenováni prezidentem USA se souhlasem Senátu na pět let a včtyřlétka. Každého roku je volen jeden nový komisař. V jednom okamžiku nemohou být více jak tři komisaři z jedné politické strany, aby byla zachována nestrannost tohoto orgánu. Prezident taktéž volí jednoho z komisařů předsedou SEC.<sup>135</sup>

SEC je rozdělen na čtyři základní divize, první z nich je Divize firemních financí. Ta má za úkol zajistit, aby veřejně obchodované společnosti zveřejňovaly požadované informace o své finanční situaci, výhledech, záměrech apod. Divize regulace trhu pak zajišťuje dodržování legislativy v oblasti obchodníků s cennými papíry. Divize řízení investic dohlíží na podílové fondy a činnosti investičních poradců. V neposlední řadě Divize vymáhání, jejíž úkolem je prosazování veřejné legislativy, týkající se kapitálových trhů a cenných papírů a vyšetřování případného jejího porušení.<sup>136</sup>

#### 4.1.1.3. NYSE a další samosprávné organizace

Samosprávná organizace, *Self-regulatory organization*, je v americkém právu definována jako *šnevládní organizace, která má pravomoc vytvářet a prosazovat pravidla a standardy v rámci určitého oboru. Prioritou je ochrana investorů skrze soubor pravidel, které stojí na etice a rovnosti.*<sup>137</sup>

New Yorkská burza (*The New York Stock Exchange*) a další samosprávné organizace<sup>138</sup> tvoří vrchol pyramidu regulátorů. Je proto logické, aby součástí této úrovně byly i burzy, nebo společnost, která chce být obchodována na burze, se musí podřídit nejen zákonným podmínkám, ale i podmínkám samotného organizátora trhu. Důvodem, proč je uváděna za příklad jmenovitě práva NYSE je také zcela logický. Je totiž nejvyšší a nejstarší burzou na území Spojených států a společnost zde kótovaná tvoří zhruba 80% tržní kapitalizace veřejně

<sup>134</sup> The Regulatory Pyramid. In: *NYSE Euronext* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts\\_reg\\_pyramid.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts_reg_pyramid.pdf).

<sup>135</sup> Current SEC Commissioners. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 4.11.2013 [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/commissioner.shtml>.

<sup>136</sup> SEC. In: *InvestorWords.com* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investorwords.com/4417/SEC.html>.

<sup>137</sup> Self-Regulatory Organization or SRO. In: *Investopedia.com* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/s/sro.asp>, autorský příspěvek

<sup>138</sup> Seznam organizátorů trhu viz <http://www.sec.gov/rules/sro.shtml>.

obchodovaných společností.<sup>139</sup> NYSE je také jednou z neaktivnějších organizací ve vytváření pravidel obchodování. Vydala více jak 1 000 stran pravidel, příruček, zásad a standardů pro své členy.<sup>140</sup>

Jednou z nejdelejších samosprávných organizací na federální úrovni je pak FINRA (angl. *Financial Industry Regulatory Authority*). Tato organizace vznikla v roce 2007 spojením Národní asociace obchodníků s cennými papíry s regulační komisí NYSE. Jejím hlavním úkolem je úprava a správa obchodů mezi obchodníky s cennými papíry, investory a veřejností. Spojením těchto dvou regulátorů do jedné organizace má také dojít k odstranění překrývání n kterých předpisů, jež mají za následek neefektivnost systému.<sup>141</sup>

#### 4.1.1.4. Obchodníci s cennými papíry

Obchodníci s cennými papíry, respektive makléřské firmy zaměřující jednotlivé obchodníky s cennými papíry, musí zajistit, že jejich zaměstnanci jsou odborně vzděláni, mají dostatečné profesní zkušenosti a splňují veškeré zákonné požadavky na tuto činnost. Těmto musí svým zákazníkům zajistit nejlepší možné provedení jejich objednávky a vždy jednat v jejich zájmu. Toto je základním stavebním kamenem pyramidy regulátorů.<sup>142</sup>

## 4.2. Základní právní rámec pro IPO

Jak již bylo uvedeno výše, základ právní úpravy IPO tkví především v *The Securities Act of 1933* (dále jen SA) a v *The Securities Exchange Act of 1934*. Tyto zákony upravují kapitálové trhy, cenné papíry v etně samotného procesu IPO, proto budou v následující části popsány trochu blíže. Dalším významným právním aktem, který se dotýká spíše emitentů a pr hlednosti jejich fungování, je *The Sarbanes-Oxley Act of 2002*, který bude také podrobněji definován. V závěru se pak stručně zmíním o *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* a velmi delejitěm zákoně *The Jumpstart Our Business Startups Act of 2012*.

<sup>139</sup> VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

<sup>140</sup> NÝVLTOVÁ, Romana a Mária Efi ÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>141</sup> Financial Industry Regulatory Authority ó FINRA. In: *Investopedia.com* [online] Neuveveno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/f/finra.asp>.

<sup>142</sup> The Regulatory Pyramid. In: *NYSE Euronext* [online] Neuveveno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts\\_reg\\_pyramid.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts_reg_pyramid.pdf).



#### 4.2.1. The Securities Act of 1933

SA vznikl v reakci na krach New Yorkské burzy v roce 1929 a následující hospodářskou depresi. Byl to první zákon zabývající se úpravou kapitálových trhů a cenných papírů, který byl přijat na federální úrovni. Do té doby tato otázka spadala pod úpravu jednotlivých států. Po krachu NYSE pochopitelně investoři nedůvěřovali cenným papírům a kapitálovým trhům jako takovým, což mělo za následek odliv kapitálu. Proto vláda musela učinit zásadní krok k tomu, aby investory znovu na trhy přilákala. Tímto krokem byl právě SA. Zavedl informační povinnost emitentů vztahující se k jejich společnostem i k vydávaným cenným papírům. Dodržování informační povinnosti mělo být zajištěno především povinnou registrací emise u SEC, jejíž úkol zkoumat celistvost informací uvedených v Prospektu i v registračním dokumentu.<sup>143</sup>

Dostatkem relevantních informací k tomu, aby se investor mohl kvalifikovaně rozhodnout o své případné investici, je tedy zaručeno především díky povinné registraci každé emise u SEC. Z této povinnosti však existují i výjimky: emise u SEC registrována být nemusí v případě soukromé nabídky omezenému počtu investorů, nebo pokud je ve stejná nabídka určena jen omezenému počtu investorů, dále také nemusí být registrována mezistátní nabídka a nabídka cenných papírů územní, státní nebo federální vlády.<sup>144</sup>

V části páté SA je uveden časový harmonogram registrace a zveřejnění relevantních informací, v části šesté je pak popsán postup registrace. Ta je rozdělena do dvou částí. V první části investor musí uvést veškeré informace, které se objeví v Prospektu, v druhé části pak musí být uvedeny informace dodatečné, které nebudou uvedeny v Prospektu, ale musí být veřejnosti dostupné. SEC poskytuje velké množství formulářů pro registraci, rozdělené dle investora i nabízených cenných papírů, pro IPO je to nejzákladnější formulář S-1. SEC má na základě části sedmé SA plnou pravomoc určit, které informace od emitenta bude požadovat. V zásadě se ale jedná o uvedení informací o obchodní činnosti emitenta (a to jak v minulých letech, tak budoucí výhled), informace o vrcholovém managementu emitenta a způsob jejich odměňování (tj. provizí a

---

<sup>143</sup> Securities Act Of 1933. In: *Investopedia.com* [online] Neuveďeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/s/securitiesact1933.asp>.

<sup>144</sup> The Laws That Govern the Securities Industry: The Securities Act of 1933. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 30.8.2012 [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

jiných odměn odvislých od obchodní činnosti společnosti), zveřejní finanční závěreky kontrolované auditorem, dále by emitent také měl uvést rizika spojená s jeho podnikáním, datovou a právní formu a informace o nabízených cenných papírech.<sup>145</sup>

SEC poskytnuté informace kontroluje, zda jsou úplné, přesné a nevyflaďují. SEC vyřaduje sice úplnost a přesnost informací, nicméně tuto negarantuje.<sup>146</sup> Pokud nejsou poskytnuté informace dostatečně jasné, může SEC požadovat o jejich doplnění a navrhnout úpravy, a to prostřednictvím tzv. *deficiency letter*. Dostatek úplných a pravdivých informací potřebných pro investora k tomu, aby učinil kvalifikované rozhodnutí, zda dané cenné papíry upřímně zajišťují nejen povinnou registraci, ale také osobní odpovědností osob, které se na přípravě registračního dokumentu a Prospektu podíleli. Ty jsou odpovědné za jakékoliv nepravdivé a chybné informace zde uvedené.<sup>147</sup>

SA tedy zavádí informační povinnost emitentů, zakládá osobní odpovědnost za informace poskytnuté ve veřejnosti a zavádí také systém kontroly takto zveřejňovaných informací.

#### 4.2.2. The Securities and Exchange Act of 1934

SEA oproti výše uvedenému zákonu zavádí pravidla pro samotné obchodování na sekundárních trzích. Tento zákon mimo jiné i zakládá ve své části čtvrté SEC. Dává mu tím neomezenou pravomoc v oblasti regulování trhu a dohledu nad samosprávnými organizacemi. SEA také definuje a zakazuje určité chování na trhu a dává SEC pravomoc k zahájení disciplinárního řízení s takovými jedinci. SEC má všeobecně rozsáhlé pravomoci. Pokud zjistí porušení práva v oblasti cenných papírů, může takové osobě uložít adekvátní sankci, pokutu nebo jiné disciplinární opatření, a to jak společně, tak i jedincem. V neposlední řadě také zakládá povinnost pravidelných reportů ve veřejně obchodovaných společnostech.

---

<sup>145</sup> The Securities Act of 1933. May 27, 1933, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

<sup>146</sup> The Laws That Govern the Securities Industry: The Securities Act of 1933. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 30.8.2012 [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

<sup>147</sup> SARKAR, Deepa. Securities Act of 1933. In: *Legal Information Institute* [online] Neuvevedeno [cit. 2013-04-12] Dostupné z: [http://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_act\\_of\\_1933](http://www.law.cornell.edu/wex/securities_act_of_1933).

část 13(a) zakládá informační povinnost pro společnosti ve veřejně obchodované. Tyto společnosti musí zveřejňovat výroční zprávy, čtvrtletní zprávy a také musí zveřejňovat informace vřícící se k dalším dlefitým okamfik m a skute nostem (SEC blífle definuje informační povinnosti dle typu společnosti ve svých pravidlech). Ve veřejně obchodované společnosti tedy musejí zveřejňovat pr b fln ve-keré relevantní informace, které by mohly mít vliv na rozhodnutí investora koupit i prodat cenné papíry firmy. Tyto informace jsou zveřejňovány prostřednictvím SEC v informačním systému EDGAR. Rozsah informací je velmi podobný t m, které společnost zveřejňovala p i svém vstupu na trh.<sup>148</sup>

Na základ částí 14, pokud se jedna osoba rozhodne na volném trhu koupit více jak 5% akcií jedné společnosti, musí tento investor také SEC doru it dokument, ve kterém uvede své zám ry s takto drfřenými akciemi a se společností do budoucna a d vody koup .<sup>149</sup>

Dle částí 5 a 6 musí být u SEC registrováni i nejznámí organizáto i burzovního trhu a osoby, podílející se na formování trhu, jako je například NYSE, NASDAQ<sup>150</sup> nebo FINRA. I tyto společnosti mají pravidelnou informační povinnost v i SEC a ten monitoruje jejich innost. Navíc, u t chto samosprávných organizací musí být registrováni i obchodníci s cennými papíry a další osoby poskytující investiční innost. Tím je tedy dána téměř úplná kontrola SEC nad ve-kerými segmenty finančních trh .<sup>151</sup>

SEA nejen stanovuje pravidelnou informační povinnost emitent v i veřejnosti, ale také zakazuje jakékoliv podvodné jednání a stanovuje jeho postih. Zakazuje i tzv. *insider trading*, neboli zneužívání neveřejných informací zasv cenými osobami ve sv j prosp ch. Pokud je právo cenných papír jakkoliv porušeno, je SEC oprávněn podat civilní i trestní žalobu.

---

<sup>148</sup> The Laws That Govern the Securities Industry: The Securities and Exchange Act of 1934. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 30.8.2012 [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

<sup>149</sup> The Securities and Exchange Act of 1934. June 6, 1934, ch. 404, title I, Sec. 1, 48 Stat. 881. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

<sup>150</sup> Jedná se o mimoburzovní elektronický trh. Největší mimoburzovní trh na území USA.

<sup>151</sup> SARKAR, Deepa. Securities and Exchange Act of 1934. In: *Legal Information Institute* [online] Neuveveno [cit. 2013-04-12] Dostupné z: [http://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_exchange\\_act\\_of\\_1934](http://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934).

#### 4.2.3. The Sarbanes-Oxley Act of 2002

Tento zákon byl přijat v reakci na velké finanční podvody na burzách<sup>152</sup>, nebo zevrubná úprava v SEA se ukázala jako nedostatečná. Mezi nejznámější podvod na burze, který stojí za vznikem tohoto zákona, bezesporu patří případ Enron Corp., amerického energetického gigantu, který nadhodnocoval své finanční výsledky po dlouhá léta. Nakonec jeho akcie spadly na 50 centů za kus a z obchodování na burze byl ke konci roku 2001 vyloučen. Následně, v lednu 2002, Enron vyhlásil bankrot a management společnosti byl odsouzen za mnohamilionové podvody.<sup>153</sup>

Tento zákon má za úkol především zprůhlednit fungování firem, nastolit větší transparentnost řízení a zveřejnění výsledků hospodaření. Vztahuje se na všechny firmy obchodované na amerických trzích, tedy nejen na americké společnosti. Uzákoňuje některá pravidla řízení a správy společností *Corporate Governance*, dále se snaží posílit systém interní kontroly společností a zvyšuje právní odpovědnost firem a osob za zveřejňované informace. Zákon stanovuje práva a povinnosti firemního managementu, podnikových analytiků, právních poradců, auditorů (i auditorů firem jako takových), konkretizuje také práva a povinnosti správních rad, nejrůznějších výborů pro audity a dalších tvůrců norem a pravidel v oblasti podnikové činnosti.<sup>154</sup> Taktéž zakládá systém národní komory auditorů (PCAOB, angl. *Public Company Accounting Oversight Board*), která má za úkol dozorovat činnost jednotlivých auditorů.<sup>155</sup>

#### 4.2.4. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010

Tento zákon především modernizuje stávající požadavky na ochranu zákazníků a klientů na podmínky omezení obchodování, stanovování ratingových kurzů, dále také nově definuje a reguluje nejrůznější finanční produkty, obm

---

<sup>152</sup> Například investiční společnost Tyco International Corp. v roce 2002, auditorská společnost Arthur Andersen, LLP v roce 2001 (mimo jiné zajišťovala audit i pro Enron Corp.), telekomunikační společnost WorldCom v roce 2000, energetický gigant Enron Corp. v roce 2001.

<sup>153</sup> Více na [http://en.wikipedia.org/wiki/Enron\\_scandal](http://en.wikipedia.org/wiki/Enron_scandal).

<sup>154</sup> NÝVLTOVÁ, Romana a Mária Efi ÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

<sup>155</sup> The Laws That Govern the Securities Industry: The Sarbanes ó Oxley Act of 2002. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 30.8.2012 [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

pravidla *corporate governance* a modernizuje také pravidla týkající se informačních povinností emitentů a požadavků na transparentnost.<sup>156</sup>

#### 4.2.5. Jumpstart Our Business Startups Act of 2012

Tento zákon je velmi zajímavý a celkově ojedinelý z hlediska své působnosti, nebo se vztahuje na malé a začínající obchodníky. Ti, díky tomuto zákonu, mohou získat finanční prostředky pro svou činnost na veřejných kapitálových trzích, aniž by museli projít procesem IPO. Tento zákon má zjednodušit pravidla přístupu na veřejné trhy pro malé obchodníky a zároveň i drobné investory (seskupené v podílových fondech) a tím pomoci obchodníkům se začátky podnikání, čímž dojde k nastartování a fungování celé ekonomiky Spojených států.<sup>157</sup> Vznikne tedy jakýsi unikátní trh pro drobné investory a drobné začínající podnikatele.

Tanya Prive, zakladatelka společnosti Rock the Post, která sdružuje začínající a malé podnikatele a pomáhá jim v začátcích podnikání, charakterizovala tento zákon velmi výstižně: *„Tento zákon usnadní získávání peněžních prostředků při zakládání společnosti tím, že neakreditovaní investoři se budou moci účastnit získávání finančních prostředků a toto, v mém, bude ten zásadní faktor, který zvýší počet zakládaných společností. A s novými společnostmi přichází i potřeba nových zaměstnanců. Toto tedy bezpochyby pomůže snížit svou průměrnou úroveň nezaměstnanosti.“*<sup>158</sup>

V rámci této práce bohužel není příliš prostoru na obšírný rozbor tohoto zákona, nicméně v mém, jde se jedná o velmi užitečný nástroj oživení ekonomiky.

### **4.3. Přípravná fáze**

V předchozím textu byl tedy popsán základní právní rámec vztahující se na proces IPO a hlavní regulátory tohoto procesu. Dále se již zaměřím na samotný postup při prvotní veřejné nabídce akcií ve Spojených státech dle jednotlivých fází tak, jak byly popsány v části první této práce. Nejprve je uváděno, že

<sup>156</sup> The Laws That Govern the Securities Industry: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 30.8.2012 [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

<sup>157</sup> FARRELL, Jamie. The JOBS Act: What Startups and Small Businesses Need to Know [Infographic]. In: *Forbes* [online] 21.9.2012 [cit. 2013-04-12] Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/work-in-progress/2012/09/21/the-jobs-act-what-startups-and-small-businesses-need-to-know-infographic/>.

<sup>158</sup> HUHMAN, Heather R. JOBS Act To Jumpstart The Job Market. [online] 4.5.2012 [cit. 2013-04-12] Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/work-in-progress/2012/04/05/jobs-act-to-jumpstart-the-job-market/>. Autorský překlad.

celkový proces IPO zde obvykle trvá 12 ó 18 m síc v závislosti na samotné společnosti i na stavu finančních trhů.<sup>159</sup> *Realita je taková, že společnost musí být připravena vstoupit na trh, a trh musí být připraven na vstup společnosti. Bez obojího není možné provést úspěšnou IPO, a společnost je schopna zajistit pouze polovinu této rovnice.*<sup>160</sup>

Do přípravné fáze je zde zahrnut především výběr právních a účetních poradců, dále také specialista na PR a samozřejmě zvolen manažer emitenta. Do této části je obvykle zahrnována i příprava jednotlivých finančních výkazů a zpracování zpráv vztahující se k informační povinnosti emitenta, spolu s výběrem vhodného trhu. V angloamerickém systému práva existují specifické zákonné podmínky a pravidla, vztahující se na veřejně obchodovatelné společnosti (angl. *public companies, Plc.*). Emitent tudíž musí projít taktéž určitým transformačním procesem tak, aby ihned po svém vstupu na trh byl schopen se těmito pravidly podřídit. V této souvislosti je některými odborníky doporučováno najmout zaměstnance se zkušenostmi s vedením a fungováním veřejně obchodovaných společností.<sup>161</sup> Společnost samozřejmě musí projít transformací na principu správy a řízení *corporate governance*. Příslušný systém ústavení musí být zpracován tak, aby vyhovoval zákonným požadavkům a investorem poskytoval dostatek jasných informací. Musí být přijat adekvátní a transparentní systém oceňování vrcholového managementu společnosti.<sup>162</sup>

#### 4.3.1. Výběr manažera emitenta a dalších poradců

Manažer emitenta je klíčovou osobou emitenta. Na jeho schopnostech záleží úspěšnost celé veřejné nabídky. Americká literatura, na rozdíl od evropské a české, vnučuje výběru této osoby značnou velkou pozornost.

---

<sup>159</sup> WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practical guide to going public*. New York City: Practising Law Institute, 2009, v. (loose-leaf). Practising Law Institute's corporate and securities law library. ISBN 14-024-1164-2.

<sup>160</sup> WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practical guide to going public*. New York City: Practising Law Institute, 2009, v. (loose-leaf). S.10-20. Practising Law Institute's corporate and securities law library. ISBN 14-024-1164-2. Autorský překlad.

<sup>161</sup> Viz. *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z:

[http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf); DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, c2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

<sup>162</sup> DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

Přesto zde pouze ve zkratce uvedu základní pravidla pro výběr manaflera emise (angl. *underwriter, bookrunner*). Emitent by při výběru manaflera měl především vzít v úvahu velikost a náročnost emise a dle toho si vybrat odpovídajícího manaflera se zkušenostmi s IPO. Nejastěji jím bývají investiční banky. Emitent by se měl zaměřit především na znalost a orientaci banky vzhledem ke své podnikatelské činnosti, pověst banky a její postavení mezi ostatními bankami, dále by se měl zaměřit také na poskytované finanční poradenství a činnost banky, na pověst konkrétního analytika a zaměstnance banky, který by měl IPO na starosti. Emitenty by měl samozřejmě vzít v úvahu i požadavky na odměnu, je-li si jednotlivé banky stanovují. V případě, že se jedná o velkou a náročnou emisi, měl si emitent zvolit více než jednu banku; pak hovoříme o tzv. *syndicate structure*.<sup>163</sup>

Přestože v tisková společnost má své vlastní právní zástupce, i spolupracující advokátní firmy, pro účely IPO si často emitenti najímají externího právního poradce se zkušenostmi i specializací přímo na IPO. Navíc, zodpovědný manafler emise si také v tiskovinu najímá vlastního právního poradce, kterého pověřil provedení *due diligence* a zajistí tak v tiskovinu objektivnost výsledků. Právní poradce je přítomen v průběhu celého procesu IPO a jeho úkolem je chránit zájmy emitenta, dohlížet nad dodržováním zákonných postupů a plněním zákonných požadavků. Také provádí změny stanov společnosti tak, aby byly v souladu s požadavky na veřejně obchodovanou společnost. Klíčovou roli sehrává i při vyplnění registračního formuláře S-1 pro potřeby SEC.<sup>164</sup>

Auditoři hodnotí a ověřují finanční stav emitenta; po událostech v letech 2001-2002 také musejí být registrováni a ověřeni FINRA. Auditor tedy ověřuje, které závazky emitenta za poslední léta, případně je převede do systému účetního výkaznictví používaného na regulovaných trzích. Registrační formulář S-1 musí obsahovat pohled závazků a pohledávek a také *auditor's opinion*. Auditor na závěr svého auditu také musí manaflerovi emise vydat *comfort letter*,

---

<sup>163</sup> DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

<sup>164</sup> Viz. *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf)

kterým osvědčuje a zároveň se také zavazuje za pravdivost a úplnost svých zjištění a přijímá případnou odpovědnost.<sup>165</sup>

#### 4.3.2. Finanční výkaznictví, veřejně obchodovaná společnost

Informační povinnost, týkající se finanční situace emitenta, je jednou ze základních podmínek vstupu na trh. Jak již bylo mnohokrát uvedeno, pokud chce firma vstoupit na trh, musí svou emisi registrovat u SEC pomocí specializovaných formulářů. Obsah těchto formulářů a tedy i samotné požadavky na množství a typ zveřejňovaných informací jsou dále specifikovány v jednotlivých formulářích. Podrobně je tato informační povinnost rozvedena v pravidlech SEC *Regulation SX* a *Regulation S-K* pro každého jednotlivého emitenta a emisi.<sup>166</sup>

V okamžiku, kdy se společnost stane veřejně obchodovanou na burze, musí jako švejtá společnost splnit určité zákonné požadavky a také své závazky vůči investorům. Proto bývá doporučováno aplikovat některé zákonné povinnosti už před svým vstupem na trhy tak, aby byl přechod pro emitenta jednodušší. Prvním a nejdůležitějším je samozřejmě transparentní struktura řízení a správy společnosti spolu s rozsáhlou informační povinností vůči veřejnosti. Požadavky týkající se informační povinnosti jsou v této věci uvedeny v části 404 *Sarbanes ó Oxley Act of 2002*. Emitent pak musí přejít na účetní standardy, které jsou požadovány pro veřejně obchodované společnosti a na jejich základ poskytovat pravidelné finanční reporty. Společnost by se měla připravit na to, že se bude pravidelně představovat a měla by i plnit strategický plán rozvoje, nebo předevímat na tomto je založena atraktivnost společnosti pro investory a tudíž její úspěšnost na trhu.

#### **4.4. Realizační fáze**

Poté, co jsou vnitřní odborníci vybráni a společnost stále trvá na svém vstupu na burzu, dohodla konkrétní podmínky kontraktu s manažerem emise a způsob jeho odměny, dochází k tzv. *organizational meeting*. Na této schůzce společnost oficiálně rozhodne o svém úmyslu podstoupit proces IPO. Následuje *due diligence*, které má ve Spojených státech mnohem větší význam a důležitost, než je tomu na území Evropy. Manažer emise, spolu se svými poradci a

---

<sup>165</sup> DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

<sup>166</sup> RITTER, Jay R. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*. 1998, . 1, s. 5-30. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/rittipo1.pdf>.



s managementem společnosti, začne pracovat na přípravě registračního formuláře pro SEC a na Prospektu. Taktéž již probíhají první marketingové kroky k propagaci emise. Spolu s podaným registračním formulářem by společnost již měla počítat o přijetí na vybrané burze. V této fázi se budu blíže zabývat v následujícím textu.

#### 4.4.1. Organizational meeting

*Organizational meeting* by se dal přirovnat nejlépe k schůzi valné hromady. Je to vrcholný orgán společnosti, na kterém se scházejí akcionáři společnosti, její vrcholový management, editelé a odborní pracovníci, kteří vedou jednotlivá oddělení v rámci společnosti. Mimo jiné se zde volí editelé společnosti (*directors*), přijímají firemní stanovy, jmenují odborníci vedoucí jednotlivá oddělení společnosti, jednatelé a samozřejmě se zde také rozhoduje o tom, zda společnost vstoupí na burzu.<sup>167</sup>

Na této schůzi se tedy schází vrcholový management společnosti spolu s jejich akcionáři a rozhodují o svém vstupu na veřejně regulované trhy. Tohoto meetingu se účastní i manažer emise se svými poradci, kteří se budou podílet na přípravě registračního formuláře, Prospektu a propagaci emise a sestaví se zde také časový harmonogram procesu IPO a další důležité aspekty. Manažer emise může také sestavit tzv. *organizational book*, kde bude uveden kompletní postup procesu IPO a časový harmonogram.<sup>168</sup>

#### 4.4.2. Due diligence

Jak již bylo uvedeno v úvodu, tato fáze *due diligence* má v podmínkách Spojených států úplně jiný význam. Opět se jedná o kompletní právní a účetní prověrku společnosti, přičemž obsahově zde není téměř žádná odlišnost. Z výsledků *due diligence* se vychází také při sestavování Prospektu a registračního formuláře a slouží jako dokument pro ověření zde uvedených informací. Nicméně SA zavádí téměř absolutní odpovědnost osob, které jsou odpovědné za přípravu Prospektu a registračního formuláře za jakékoliv chybné a v omyl uvádějící informace. Osoby s touto absolutní odpovědností jsou ty, jež

---

<sup>167</sup> What is an organizational meeting? In: *Direct Incorporation* [online] Neuveveno [cit. 2013-04-14] 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).

<sup>168</sup> *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf)

podepsaly registra ní formulá , tedy editelé společnosti, dále manažerem a experti podílející se na přípravě registra ního formuláře (právní poradce, účetní apod.).<sup>169</sup>

Jediným způsobem jak se této své odpovědnosti mohou zprostit je tzv. *due diligence defense*. Tyto osoby musí prokázat, že učinily veškeré potřebné kroky, které by provedla každá zodpovědná osoba v jejich postavení a s jejich zkušenostmi a ani přes to nemohly odhalit tyto mylné a podvodné informace. Jedním z kroků, který by tato osoba na jejich místě provedla, je vypracování *due diligence*, tedy seznámení se závěry a jejich porovnání se závěry uvedenými v registra ního formuláři. O *due diligence defense* se nejedná, pokud taková osoba na svou obhajobu uvádí, že formulář nečetla, či že informacím zde uvedeným nerozuměla, stejně tak není obranou ani fakt, že osoba byla ve společnosti krátce a neměla tedy dostatek času se seznámit se všemi potřebnými dokumenty. Angloamerické právo rozeznává tzv. editely pracující, neboli podílející se na každodenním vedení a chodu společnosti a editely, kteří se neúčastní každodenního chodu společnosti a nejsou tedy v takovém kontaktu se společností a zaměstnanci. Nicméně oba tyto editelé mají stejnou odpovědnost a skutečnost, že jeden z editelů není editelem společnosti šna plný úvazek, nemůže být použito jako *due diligence defense*.<sup>170</sup> Americké soudy se ale obecně k tomuto způsobu obhajoby staví velmi odmítavě.

#### 4.4.3. Drafting (registra ní formulář a Prospekt)

*Drafting*, příprava Prospektu a registra ního formuláře. V případě IPO prováděného americkým emitentem je potřeba vyplnit formulář S-1 a řídit se dle pokynů uvedených pro tento specifický druh formuláře. Ten má v zásadě dvě části, jednu tvoří návrh Prospektu (respektive informace, je-li jsou obsaženy v Prospektu), druhou část tvoří další doplňující informace, které sice jdou nad rámec Prospektu, ale představují povinně poskytované informace.

Toto období, tedy období do podání žádosti o registraci u SEC, je nazýváno *quiet zone*. Během něho nesmí emitentinit žádnou (ústní ani písemnou) nabídku. Toto období je někdy také nazýváno *gun-jumping*, jelikož SEC

<sup>169</sup> LIPMAN, Frederick D. *International and U.S. IPO planning: a business strategy guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2009, xiv, 272 p. ISBN 04-703-9087-5.

<sup>170</sup> *Escott v Barchris Construction Corporation*. United States District Court, S.D., New York, 283 F. Supp. 643 (1968) Dostupné z: [http://lawcorporations.wikia.com/wiki/Escott\\_v.\\_BarChris\\_Construction](http://lawcorporations.wikia.com/wiki/Escott_v._BarChris_Construction).

v takovém případě může pozdrflet vydání osvědčení o registraci i o n kolik měsíců a tím pozdrflet celý proces IPO. Úelem tohoto opatření je ochrana investorů před nepřesnými, neúplnými i neověřenými informacemi.<sup>171</sup>

Registrační formulář S-1<sup>172</sup> by měl obsahovat především následující údaje:

- *špecie ve veřejné nabídce;*
- *popis společnosti, včetně jejích hlavních produktů a podnikatelské činnosti, pohled na vývoj společnosti za posledních n let, plán strategického rozvoje a hlavní podnikatelské činnosti společnosti;*
- *charakteristika oboru podnikání společnosti, trendy, postavení společnosti v rámci daného oboru;*
- *rizikové faktory;*
- *popis postupu pro veřejnou nabídku;*
- *popis akcie;*
- *úpis akcií,*
- *finanční výkazy, včetně :*
  - *finančních závěrek zkontrolovaných auditorem za poslední tři roky a vybrané finanční výkazy za posledních pět let;*
  - *interní finanční výkazy za aktuální rok, nezkontrolované auditorem, v závislosti na okamžiku provedení IPO;*
  - *seznam akcionářů ;*
- *popis a analýza činnosti společnosti za poslední tři roky provedená managementem společnosti;*
- *management společnosti, řízení, obsazení rady společnosti a jejích komisí;*
- *informace o výplatě dividend a vlastnictví akcií u akcionářů držících 5% a více akcií;*
- *informace o smlouvách na dodávky materiálu, které jsou aktuálně uzavřeny a ze kterých hrozí jakýkoliv spor;<sup>173</sup>*

---

<sup>171</sup> LIPMAN, Frederick D. *International and U.S. IPO planning: a business strategy guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2009, xiv, 272 p. ISBN 04-703-9087-5.

<sup>172</sup> Formulář S-1 se užívá v případě IPO, kdy emitentem je americká společnost, pokud by na americkém trhu emitoval své akcie zahraniční emitent, užívá formulář F-1.

Výše uvedené informace představují pouze zevrubný souhrn informační povinnosti obsažené v registrační žádosti. Blíží specifikace je uvedena v každém konkrétním registračním formuláři, především pak v *Regulation SX* a *Regulation S-K* vydané přímo SEC.

Jak již bylo uvedeno, žádost o registraci u SEC je rozdělena do dvou částí, kdy první z nich tvoří Prospekt. Ten představuje hlavní nástroj veřejné nabídky. Jedná se proto o velmi důležitý dokument, jejíž bude emitent využívat i pro účely propagace IPO. Proto by se mělo jednat o dokument, který sice splňuje veškeré zákonné náležitosti, zároveň je ale dostatečně srozumitelný a atraktivní pro investory.<sup>174</sup> Přestože tvoří součást registračního formuláře, Prospekt musí zároveň být naprosto samostatný dokument.

Obsah je v Prospektu uveden totéž, co ve veřejně obchodované společnosti obvykle musí uveřejňovat ve svých výročních reportech, nicméně informace uvedené v Prospektu musí být mnohem detailnější. SEC vydal i několik pravidel a příruček týkajících se způsobu a stylu, jakým má být Prospekt sepsán. Prospekt tedy musí být především formulován jasně, být konzistentní a psán srozumitelným jazykem. To v zásadě znamená, že zde musí být mimo jiné upřesněny krátké, vety, jasný, konkrétní, hovorový jazyk, nemělo by se zde upřesňovat nepřímých vztahů a dvojího záporu, ani žádného technického či právního žargonu. Naopak, text může být vhodně strukturován do bodů a stručných odstavců. Prospekt také musí obsahovat tzv. *summary box* na okraji každé stránky, kde bude stručné a jasné shrnutí informací o veřejné nabídce a emitentovi. Prospekt musí obsahovat finanční závěrky za poslední tři roky zkontrolované auditorem a další finanční dokumenty za posledních pět let. Musí zde být také vyčleněna i samostatná sekce nazvaná Rizikové faktory. Tato sekce v Prospektu musí být vždy, i kdyby se k emitentovi či emisi nevázaly žádné rizikové faktory. Nicméně, tato sekce by měla obsahovat pouze popis hlavních rizikových faktorů, nikoliv kompletní seznam všech rizik spojených s emitentem. Dále by Prospekt mohl obsahovat i sekci zabývající se detailním popisem podnikání emitenta a jeho podnikatelskou činnost. Velmi významnou sekcí je také část, ve které

---

<sup>173</sup> *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf), S. 34. Autorský překlad.

<sup>174</sup> § 10 sekce A The Securities Act of 1933. May 27, 1933, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

management společnosti popisuje finanční situaci emitenta, zejména ve financování a jejich dopad. Jedná se o popis a závěr finančních reportů v rámci obchodní strategie společnosti. Investor by tedy z této části Prospektu měl být vyrozuměn o všech relevantních aspektech financování společnosti, její aktuální situaci a budoucích zámcích.<sup>175</sup>

V okamžiku, kdy manažer emise dokončí sestavování žádosti o registraci, odešle formulář S-1, včetně jeho příloh SEC ke schválení.

#### 4.4.4. Osvědčení o registraci a veřejná nabídka

SEC zkoumá formulář žádosti a zde uvedené informace zhruba 30 dnů. Jakmile SEC žádost obdrží, hovoříme o tzv. *waiting period*. Od tohoto okamžiku může manažer emise i emitent činit pouze ústní nabídky, nikoliv však písemné. Taktéž nesmí dojít k prodeji akcií. I zde platí *gun-jumping*; pokud emitent poruší tuto povinnost a učiní písemnou nabídku, SEC má právo pozdržet vydání osvědčení o registraci emise. Jediný písemný dokument, který manažer emise může v této fázi použít je předobdobný Prospekt (angl. *preliminary prospectus*, nebo také *red-herring prospectus*, nebo na úvodní stránce Prospektu je červeným písmem uvedeno, že se jedná o předobdobný Prospekt). Prospekt může buď aktivně rozesílat potenciálním investorům, nebo jej může pouze zveřejnit. Tento Prospekt v tčínou neobsahuje údaje o emisním kurzu akcií a o jejich počtu, proto se nazývá předobdobný. *Waiting period* končí v okamžiku, kdy emitent obdrží osvědčení od SEC o registraci jeho emise. Pochopitelně, veřejné informace uveřejňované v souvislosti s veřejnou nabídkou musí být v souladu s informacemi poskytnutými v žádosti o registraci u SEC.<sup>176</sup>

Poté, co je registrační formulář odeslán SEC ke schválení, může započít veřejná nabídka, avšak pouze verbální. V tčína emitent v tomto okamžiku jen zveřejní předobdobný Prospekt a čeká na vyjádření SEC ke své žádosti, nečiní tudíž žádné aktivní kroky v jeho rámci mezi investory. SEC obvykle po 30 dnech zašle své vyjádření k žádosti, ve kterém požaduje určitá doplnění, vyjasnění, konkretizaci pojmů a postup, tzv. *comment letter*. Jakmile společnost toto vyjádření obdrží, je pochopitelně v jejím nejvyšším zájmu na něj co nejrychleji

<sup>175</sup> *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf).

<sup>176</sup> LIPMAN, Frederick D. *International and U.S. IPO planning: a business strategy guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2009, xiv, 272 p. ISBN 04-703-9087-5.

reagovat a doplnit v-e pofladované. Nicmén , v závislosti na specifi nosti pofladavk SEC m fle tato odpov trvat i n kolik týdn . Emitent musí být ve své odpov di na výzvu k dopln ní velmi pe livý a detailní, v-e d kladn vysv tít a odkázat na ást textu i konkrétní p ílohu. Teprve po tomto dopln ní také v t-inou za íná i aktivní propagace IPO.<sup>177</sup>

Poté, co emitent doplní svou fládost o registraci u SEC, mnohdy za ne realizovat samotnou *road show*, p i emfl musí být samoz ejm dodrflena vý-e uvedená podmínka, kdy by m l manafler emise s právním zástupcem vldy konzultovat ve-keré své kroky, které v této fázi hodlá podniknout. Manafler emise také asto s fládostí o registraci emise odesílá i fládost o p íjetí na vybraný regulovaný trh.<sup>178</sup> Podmínky p íjetí jsou pochopiteln vldy odvislé od daného organizátora trhu a druhu trhu, na který emitent hodlá vstoupit.

Jakmile SEC obdrflí ve-kerá pofladovaná dopln ní, vydá osv d ení o registraci emise. Pokud v okamfliku vydání osv d ení je-t stále není dopln n Prospekt o emisní kurs a po et akcií, je emitent povinen tento údaj do 15ti dn doplnit. asový harmonogram je tedy v t-inou takový, fle v okamfliku, kdy manafler emise usoudí, fle jifl u inil ve-keré pot ebné dopln ní fládosti o registraci, zapo ne s *road show*. V okamfliku, kdy obdrflí osv d ení o registraci emise, m fle jifl prob hnout *bookbuilding* a být ur ena cena. Následn jifl jen doplní Prospekt o kone né údaje o emisním kurzu a po tu akcií.<sup>179</sup>

#### 4.4.5. fládost o p íjetí na NYSE

Jelikofl je NYSE nejv t-í americká burza s nejvy-í kapitalizací a taktéfl s nejv t-í prestifl, rozhodla jsem se zde stru n shrnout podmínky p íjetí práv na tuto burzu.

Ze v-eho nejd íve musí emitent kontaktovat NYSE s fládostí o p ezkoumání své zp sobilosti k p íjetí. Teprve poté, jakmile obdrflí od NYSE

---

<sup>177</sup> LIPMAN, Frederick D. *International and U.S. IPO planning: a business strategy guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2009, xiv, 272 p. ISBN 04-703-9087-5.

<sup>178</sup> WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practical guide to going public*. New York City: Practising Law Institute, 2009, v. (loose-leaf). Practising Law Institute's corporate and securities law library. ISBN 14-024-1164-2.

<sup>179</sup> *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf).

oznámení o své způsobilosti s podmínkami přijetí, může zde oficiálně podat žádost o přijetí na konkrétní trh.<sup>180</sup>

Emitent předně musí NYSE doložit žádost o přijetí na burzu ve 12 kopiích spolu s 12 kopiemi předloženého Prospektu (případně 10 kopiemi konečného Prospektu). Taktéž musí doložit prohlášení, že se seznámil s pravidly obchodování NYSE. Součástí žádosti musí být dopis společnosti, ve kterém se zaváže, že se zcela podřídí požadavkům NYSE. V souladu s částí 12 SEA musí emitent také doložit registrační formulář 8-A a časový harmonogram nabídky. Manažer emise pak musí zaslat NYSE prohlášení, že úpis akcií bude probíhat v souladu s pravidly NYSE. Emitent musí taktéž požádat registraci o přidělení díla emise. Poté, co obdrží od registru dopis s údaji o své emisi a označením pro vydávané akcie, předá je NYSE. Dále musí emitent doložit také například stanovy společnosti, společenskou smlouvu atd.<sup>181</sup>

#### 4.5. Emise akcií

Jakmile je žádost o registraci u SEC schválena, emitentová žádost o přijetí na konkrétní trh bylo vyhoveno a byla stanovena cena emise v rámci *bookbuilding*, může započít samotný úpis akcií. Časový harmonogram IPO na americkém trhu je uveden v Příloze 2.

Úspěšnost IPO a samozřejmě i jeho výnosnost je založena na dobré propagaci nabídky a rozložení *roadshow*. Manažer emise proto musí identifikovat nejvhodnější investory napříč celými Spojenými státy. Pouze zmíním, že emitent je oprávněn iniciovat písemné nabídky od okamžiku oznámení o registraci emise u SEC a ve které jim poskytnuté informace v rámci veřejné nabídky musí být samozřejmě v souladu s údaji uvedenými v žádosti.

Samotný úpis probíhá tak, že manažer emise po shodě s emitentem na cenu za akcii, vybere a rozloží určitou část IPO na úty investorů dle jejich nabídek v rámci *bookbuilding*. Následující den, kdy emitent oficiálně vstoupí na trh, nabude úpis úspěšnosti, tedy pokud jej investují přijmou. Správné rozložení akcií na jednotlivé úty investorů je tak základním klíčem k úspěchu IPO. Manažer emise samozřejmě musí hodnotu IPO rozložit jak mezi investory, kteří o emisi

---

<sup>180</sup> Listing Forms and Applications. In: NYSE Euronext [online] Neuveďeno. [cit. 2013-04-14] Dostupné z: <https://usequities.nyx.com/listings/forms-applications-2>.

<sup>181</sup> Checklist. In: NYSE Euronext. [online] Neuveďeno. [cit. 2013-04-15] Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/application\\_checklist.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/application_checklist.pdf).

mají skutečný zájem, a lze předpokládat, že akcie odkoupí, tak zároveň musí část IPO nabídnout také široké veřejnosti, jelikož se jedná o veřejnou nabídku akcií. IPO může být obchodováno na trhu jen v určitých obchodních dnech, pak je oficiálně ukončeno a probíhá jen jeho vyhodnocení. S akciemi se dále obchoduje už jen na sekundárním trhu, v případě neúspěchu je pak IPO zcela staženo. Po těchto dnech obchodování tedy dochází k vyhodnocení úřadním organizátorem trhu a IPO se oficiálně považuje za ukončené.<sup>182</sup>

V některých případech IPO je pak v následujících 30ti dnech využito manažerem emise k tzv. *greenshoe*, neboli také nadpřílohou opci. Tento finanční instrument je dán manažerovi emise ke stabilizaci kurzu nově upsaných akcií. Většinou se jedná o 15% základní velikosti nabídky, které manažer emise v závislosti na úspěšnosti nabídky a obchodovaného kurzu buď veřejnosti nabídne, nebo od veřejnosti odkoupí, pokud je kurz příliš nízký.

Společnost se v okamžiku úspěšného dokončení IPO stává veřejně obchodovanou společností (angl. *public company, Plc.*) a jako taková musí dodržovat pravidelnou informační povinnost vůči SEC, organizátorovi trhu a svým investorům, stanovenou kromě jiného v SEA.

#### 4.6. Závěr

Na závěr této části musí předně velmi ocenit rozsáhlou dostupnost materiálu v souvislosti s touto problematikou na území USA. Na internetu je volně dostupné velké množství odborných publikací, článků a také portálů, specializujících se přímo na tuto problematiku. Množství materiálu a jejich podrobnost je zcela nesrovnatelná s dostupností identických materiálů na území Evropy, včetně České republiky.

Dále bych ráda poznamenala, že proces IPO má na území Spojených států dlouholetou tradici a tento systém je zde často využíván, o čemž ostatně svědčí nejen dostupnost zmíněné literatury, ale především také četnost využívání tohoto procesu k navýšení základního kapitálu. Jak vyplývá z textu, informační povinnost emitentů vůči investorům je značně rozsáhlá a taktéž odpovědnost jednotlivých osob za správnost údajů uvedených v dostupných materiálech je

---

<sup>182</sup> *The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf).



velmi konkrétní a s velmi malou možností liberalizace. Lze tedy stručně závěrem shrnout, že Spojené státy se poučily ze své minulosti a přijaly potřebná opatření tak, aby se tyto chyby již neopakovaly. Je zde také zřejmá snaha Evropské unie následovat příkladu Spojených států a úpravu IPO zde považovat za vzor. Bohužel, i přesto Evropská unie v efektivnosti přijímání nejrelevantnějších opatření a i v jejich vymáhání značně zaostává. To je dle mého názoru dáno především nejednotností organizační struktury, která vytváří právní prostředí pro kapitálové trhy.

## ZÁVĚR

Tato práce se, jak již vyplývá z jejího názvu, zaměřuje na právní úpravu prvotní veřejné nabídky v rámci Evropské unie s konkrétním zaměřením na její podmínky v České republice, a to v porovnání s právní úpravou ve Spojených státech amerických. Zatímco v samotném textu práce jsem především zaměřila na popis právní úpravy v rámci jednotlivých kontinentů, v závěru této práce bych ráda provedla jejich samotné porovnání, popis případných nedostatků i s návrhem vhodných možností novelizace stávající úpravy.

Nejprve bych ráda uvedla, že právní úprava na území USA tak, jak ji známe dnes, byla ve své podstatě zakotvena v roce 1933 *The Securities Act* a následně doplněna v roce 1934 *The Securities and Exchange Act*. Do této doby byla úprava kapitálových trhů značně nejednotná, jelikož spadala do pravomoci jednotlivých států a byla také značně liberálnější. To ostatně bylo i jednou z příčin krachu New Yorkské burzy v roce 1929. Protože tyto zákony byly pochopitelně mnohokrát novelizovány, hlavní zásady a principy zůstaly neměnné. Právní úprava na území Spojených států se vždy snaží pružně reagovat na aktuální vývoj společnosti a trhu, což je zajištěno především velmi pružným způsobem přijímání regulace v této oblasti.

Samotný proces IPO není ve svých základních rysech příliš odlišný. V obou systémech musí společnost nejprve projít transformací tak, aby vyhovovala potřebám veřejného regulovaného trhu a byla dostatečně transparentní pro případné investory. Taktéž musí společnost vyhotovit konkrétní informační dokument válečící se nejen k emisi, ale i k faktům o samotném emitentovi. Tento dokument pak musí být schválen orgánem dohledu daného státu. Emitent se taktéž v obou systémech musí podřídit pravidlům nejen zákonným, ale i těm, které stanovuje organizátor trhu, na němž plánuje přijetí emise. Jakmile je emise přijata na trh a je stanoven emisní kurz, dojde k úpisu akcií. Tento základní rámec prvotní veřejné nabídky je tedy stejný na obou kontinentech.

Jedním z nejdůležitějších aspektů prvotní veřejné nabídky je informační povinnost emitenta při vstupu na veřejný regulovaný trh a také při následném obchodování. Přede bych chtěla uvést, že oba systémy, jak evropský, tak americký, vyžadují po emitentech značnou informační povinnost. Ve Spojených státech je tato povinnost o něco rozsáhlejší, což celý proces IPO zásou

prodlužuje. Oproti tomu, dle vodího požadavku na dostatek informací o emitentovi a emisi je zcela zřejmý a ospravedlnitelný, obzvláště s ohledem na stále probíhající finanční krizi. Pokud se investor rozhodne vložit své peníze na kapitálové trhy, potěbuje určitou míru jistoty, že se mu vklad navrátí a současně vygeneruje i zisk. Tuto jistotu nelze poskytnout jinak, než povinností emitenta zveřejnovat kompletní a pravdivé informace o společnosti. Nutností je i zajistit, aby emitent zveřejňoval pravdivé a úplné informace. V obou systémech je stanovena osobní odpovědnost osob, podílejících se na vypracování informačních dokumentů, čímž by měla být dostatečně zajištěna pravdivost těchto informací.

V obou systémech práva musí být taktéž vyhotoven určitý dokument, obsahující veškeré tyto povinné informace. Tento dokument musí být schválen orgánem dohledu, jinak nemůže být IPO realizováno. Zde se dle mého názoru nejvíce projevuje praxe amerického trhu s IPO. Americký orgán dohledu, tedy SEC, má značně rozsáhlé pravomoci, týkající se schvalování žádosti o registraci emise. Může, a také téměř vždy požaduje po emitentovi doplnění jednotlivých údajů a vysvětlení poskytnutých údajů. Stejně tak, na požádání údajů v žádosti uvedených, má SEC v porovnání s NB dostatek času. V případě, že emitent poruší jakýkoliv postup spojený s IPO, může jej SEC sankcionovat například tím, že odloží úinnost osvědčení o schválení registrace. Zjednodušeně řečeno, SEC je organizace, která dohlíží na fungování trhu, stanovuje pravidla fungování trhu a také kontroluje jejich dodržování. Má velmi rozsáhlé pravomoci a možnosti sankcionování. V rámci úpravy kapitálových trhů je tak koncentrována na jednom místě, v jednom orgánu což je pravděpodobně největší výhodou amerického systému oproti systému evropskému.

Volný pohyb kapitálu patří mezi ty i základní svobody Evropské unie. EU si zakládá na jejich ochraně a prosazuje vysokou harmonizaci v této oblasti. Na tomto požádání je však zcela zřejmá skutečnost, že je EU stále mezinárodní organizace *sui generis*, která má pravomoc pouze v těchto oblastech a v takovém rozsahu, v jakém jí to její členové dovolí, pokud se najde konsenzus mezi 27 státy je pochopitelně velmi těžké. Ustanovit jeden orgán s tak rozsáhlou pravomocí, který by diktoval jednotlivým státům podmínky fungování kapitálových trhů je prakticky nemožné. Ani konkrétní národní orgán dohledu, který schvaluje Prospekt cenného papíru, nemá takové pravomoci a možnosti, jakými disponuje americký SEC. Rozšířením pravomocí tohoto orgánu by mohl být celý proces IPO

zefektivněn, nebo jsou to právě tyto orgány dohledu, které jsou s emitenty i organizátory trhu v nejužším kontaktu a jsou tak schopny pružně reagovat na jakékoliv změny a potřeby trhu.

Jak je uvedeno v druhé části této práce, systém právní úpravy v EU je značně rozdílný a komplikovaný. Na základě Lamfalussyho procesu jsou přijímány rámcové směrnice, které jsou dále prováděny dalšími směrnicemi nebo nařízením a dále konkretizovány iniciativou ESMA, v etn jednotlivých orgánů dohledu členských států. Státy také mnohdy tato pravidla neimplementují do svých národních právních předpisů. Instituce, které vydávají jednotlivé právní akty, nedohlíží na jejich dodržování v praxi, stejně tak nejsou schopny pružně reagovat na potřeby trhu, nebo nejsou v kontaktu s trhem samotným. Pokud by bylo dáno více pravomoci orgánu ESMA nebo jednotlivým orgánům dohledu, mohla by být alespoň částečně zajištěna větší pružnost, jednotnost a praktičnost právní úpravy. V této souvislosti se pak nabízí přirovnání šv jednoduchosti je krásou.

Velkou výhodou jednotné evropské úpravy pak vidím v možnosti duální kotace akcií na více trzích EU. Emitent může vytvořit pouze jeden Prospekt, jenž mu po schválení příslušným orgánem dohledu umožní vstup na jakýkoliv trh EU. Této možnosti využila v minulosti emitent, jež podstoupila proces IPO na němž kterém unijním trhu.

Z unijní úpravy je zcela zřejmé, že je značně inspirována americkou právní úpravou. Bohužel, evropský systém práva neumí zatím být natolik pružný, aby došlo k efektivnímu využívání možností, které IPO společnostem poskytuje.

Další zásadní problém vidím především v naprostém nedostatku odborné i laické literatury, která by se věnovala tomuto tématu v rámci EU. NB i ESMA sice publikují nejrozličnější stanoviska a příspěvky k IPO, ty se ale často zaměřují pouze na jeden jediný aspekt tohoto procesu, nikoliv na proces IPO jako celek. Mnoho dostupných materiálů je již také zastaralých nebo hodnotí proces IPO pouze z ekonomického hlediska. ZPKT byl přijat v roce 2004, avšak komentář k němu byl vydán až v ložském roce. Jediným aktuálním zdrojem informací o IPO tak zůstávají pouze evropské směrnice a nařízení, které jsou však velmi těžko pochopitelné a ani ty neposkytují přehled o celém procesu IPO. Domnívám se, že kdyby byl proces IPO pro případné emitenty srozumitelnější, byl by jimi na území Evropy také mnohem více využíván. K porovnání stačí pouze uvést dostupnost,

rozmanitost a srozumitelnost informací v rámci Spojených států. Dle mého názoru i dostupnost informací má vliv na vyuffivání potenciálu ur itého institutu.

Na záv r si pouze dovolím vyslovit názor, že unijní úprava není nijak chybná. Vyřaduje celkem dostate nou informa ní povinnost emitent a informace jimi poskytnuté jsou kontrolovány. Taktéř stanovuje osobní odpov dnost konkrétních osob za pravdivost a úplnost t chto informací. To jsou dle mého názoru zásadní body pro obecné fungování IPO. Bohužel, systém Evropské unie je ařl p řli– komplikovaný a p ekombinovaný, což má ve spojení s nedostatkem b řn dostupných informací zcela fatální d sledky na jeho funk nost.

## RESUMÉ

This paper concern on the issue of Initial Public Offering and the legal framework of it in the European Union (particularly in Czech Republic), compare this with the legal framework in United States.

The IPO is a very important moment in the life of a company. It is a great opportunity for the company to raised money for its own development and it gives the company a possibility of self-valuating. This process usually takes about 12 ó 24 months and it is quiet expensive way how to raised money. Nevertheless, in case the company decides for a loan then it is almost impossible to raise such amount of money as it is possible through the IPO. Indeed, IPO gives the company an opportunity to increase the capital while it has a freedom in the usage of the capital.

Whereas, the first part of the paper is concerned on the IPO in general, the second part is focused on the European Union legislation and practice. With regards to the European Union legal framework, the legislation is quiet new and not really used in practice. The law is complicated and it is very difficult to get any further information about the IPO process, an issuer can usually use only directives, regulations to implement the directives and many guidelines of the EU institutions and organizations. In spite of that, the guidelines are always concerned on particular issue of the IPO, not on the IPO as a whole. Because, it is very difficult to find one piece of work focusing on the whole process of the IPO, it seems to be very complicated for the companies to go public. Even though, it does not have to be truth. The third part of this paper then describes the IPO process in the environment of Czech Republic.

What I would like to mention is, that the legislation of the EU offers mutual recognition of a prospectus which makes easy to go through the IPO process in various EU's markets. This is very helpful for the issuers whose wish to realize the IPO on several markets.

In the fourth part, there is a description of the legal framework of the IPO in the United States. As, the IPO was basically developed in the USA and it is very used way to raised the capital over there, there is also numbers of literature concerning on this topic. The main legislation focusing on the capital markets and

the IPO is in force since 1933 and, even though, there were several amendments, the merit stays same. The legal framework in the United States is very descriptive and detailed, and also the amount of available literature makes the whole process of IPO very understandable and available. And, also the pyramid of regulators whose are involved in the IPO's legislation is very helpful, it creates a single unit of rules and regulators.

The creation of single unit which regulates the capital market is the biggest issue of the EU capital markets. The institutions which are in everyday touch with the issuers and the markets do not have enough the power to regulate conducts of the issuers or the problems of the market. Because of that, the EU's institutions are not able to change the legislation as quick as it is needed.

# PŘÍLOHY

## Příloha .1

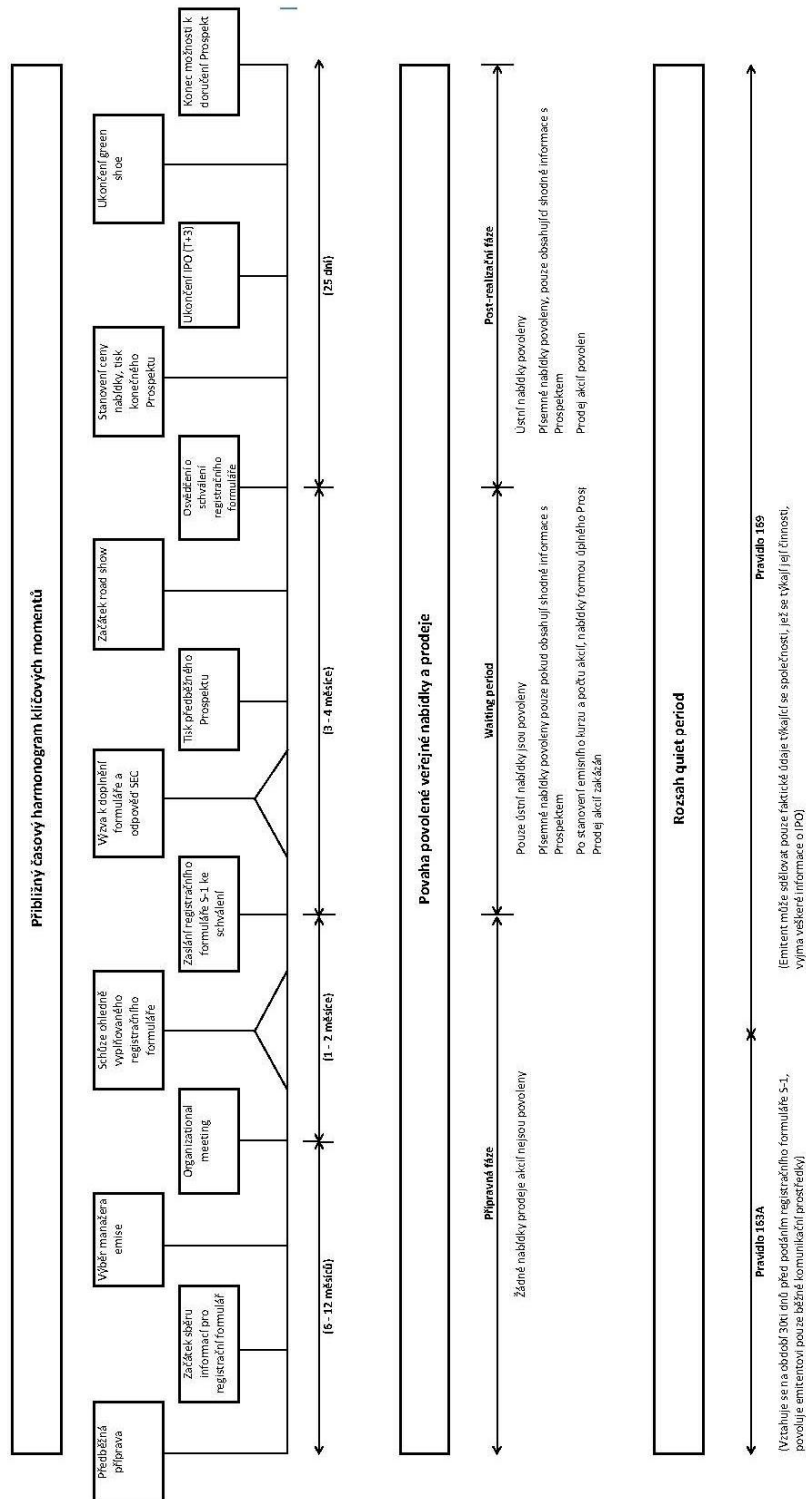
**ČASOVÝ HARMONOGRAM EMISE SPOLEČNOSTI**  
(ke dni D má transparentní strukturu a vede účetnictví podle mezinárodních standardů)

FÁZE	PROCES	TÝDNY																				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
PŘÍPRAVA	Konzultace s poradci, předběžné ocenění a návrh investiční story																					
	rozhodnutí managementu																					
	Výběr poradců																					
	Revize firemní struktury, právní a účetní prověrka (Due diligence)																					
	Interní ocenění firmy																					
	Valná hromada																					
PRÁVNÍ KROKY A VYTVOŘENÍ DOKUMENTACE	Příprava prospektu																					
	Proces schvalování prospektu																					
	Jednání s burzou a schvalování výběrem pro kotaci																					
	Příprava prezentace firmy pro roadshow																					
REALIZAČNÍ FÁZE	Příprava analýzy manažera emise pro roadshow																					
	Předběžný marketing																					
	Roadshow																					
	Bookbuilding																					
	Pricing - zafixování ceny a počtu kusů																					
	Splacení a připsání ceny a počtu kusů																					
POST-TRANSAKČNÍ AKTIVITY	Manažer zajišťuje stabilní cenu na burze																					

IPO: Primární emise a vstup na trh krok za krokem. In: *Burza cenných papír Praha, a.s.* [online] Neuveveno [cit. 2013-04-10] Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO>.



## Příloha .2



WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practical guide to going public. Figure 10-3 Illustrative IPO Timetable*. New York City: Practising Law Institute, 2009, v. (loose-leaf). Practising Law Institute's corporate and securities law library. ISBN 14-024-1164-2. S. 10-22. Autorský překlad

## SEZNAM LITERATURY A PRAMENŮ

### Knihy, časopisy a diplomové práce:

ADA, David. *Primární emise v evropském a eském právu*. Brno, 2008. Diplomová práce. Právnická fakulta Masarykovy univerzity.

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

DI ; a KOL: *Akciové společnosti*. 7., přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2012, 697 s. ISBN 978-80-7400-404-9

DERINGER, Freshfields Bruckhaus a Michael Raffan CONSULTANT EDITOR. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2. ed. Old Working: City, 2006. 436 s. ISBN 19-051-2107-5.

DRAHO, Jason. *The IPO decision: why and how companies go public*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2004, viii, 385 s. ISBN 18-454-2638-X.

FAULHAMEROVÁ a HERBOCZKOVÁ. Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem. *Obchodní právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. Praha: C.H. Beck, 2010, . 9. ISSN 1803-6554.

FAULHAMEROVÁ. Reforma uspořádání dohledu nad finančním trhem v EU. *Obchodní právní revue: odborný recenzovaný časopis pro obchodní právo a právo finančních trhů*. Praha: C.H. Beck, 2010, . 8. ISSN 1803-6554.

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

JEFÍEK; a KOL. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

LIPMAN, Frederick D. *International and U.S. IPO planning: a business strategy guide*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2009, xiv, 272 p. ISBN 04-703-9087-5.

LITKA, Václav. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. Vyd. 1. Praha: HZ, 2001, 169 s. ISBN 80-860-0936-X.

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

NÝVLTOVÁ, Romana a Mária EfiÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

RITTER, Jay R. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*. 1998, . 1, s. 5-30. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/rittip01.pdf>

SMUTNÝ, Aleš. Poznámky k definici veřejné nabídky. *Právní rozhledy: časopis pro veřejnou právní odvětví*. Praha: C. H. Beck, 2008, . 12. ISSN 1210-6410.

*The NYSE IPO Guide*. Chicago: Caxton Business & Legal, Inc, 2010. ISBN 978-1-905783-45-8. Dostupné z: [http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse\\_ipo\\_guide\\_-\\_updated\\_september\\_2011-print.pdf](http://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/nyse_ipo_guide_-_updated_september_2011-print.pdf)

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

WESTENBERG, David A. *Initial public offerings: a practical guide to going public*. New York City: Practising Law Institute, 2009, v. (loose-leaf). Practising Law Institute's corporate and securities law library. ISBN 14-024-1164-2.

### **Elektronické zdroje:**

BALASUBRAMANIAM, Kesavan. What are the advantages and disadvantages for a company going public?. In: Investopedia.com [online]. 26.2.2009 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoadvantagedisadvantage.asp>.

BRAUN, Judith Marion. Finanční slufby: dilematá právní předpisy. In: *Evropský Parlament* [online]. 07/2008 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_72\\_02\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_72_02_cs.htm).

BRAUN, Judith Marion. Finanční slufby: Lamfalussyho proces a vznik a použití v praxi. In: *Evropský Parlament* [online]. 07/2008 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact\\_sheets/info/data/market/legislation/article\\_72\\_01\\_cs.htm](http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/market/legislation/article_72_01_cs.htm).

DUMONT, Chris. International Financial Reporting Standards: What You Need To Know. In: *Investopedia.com* [online]. 24.4.2012 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/12/international-financial-reporting-standards.asp>.

FARRELL, Jamie. The JOBS Act: What Startups and Small Businesses Need to Know [Infographic]. In: Forbes [online] 21.9.2012 [cit. 2013-04-12] Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/work-in-progress/2012/09/21/the-jobs-act-what-startups-and-small-businesses-need-to-know-infographic/>.

HUHMANN, Heather R. JOBS Act To Jumpstart The Job Market. [online] 4.5.2012 [cit. 2013-04-12] Dostupné z: <http://www.forbes.com/sites/work-in-progress/2012/04/05/jobs-act-to-jumpstart-the-job-market/>.

PHUNG, Albert. What are the three phases of a completed initial public offering (IPO) transformation process?. In: *Investopedia.com* [online]. 26.2.2009 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/ask/answers/06/ipoprocess.asp>.

SARKAR, Deepa. Securities Act of 1933. In: *Legal Information Institute* [online] Nevedeno [cit. 2013-04-12] Dostupné z: [http://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_act\\_of\\_1933](http://www.law.cornell.edu/wex/securities_act_of_1933).

SARKAR, Deepa. Securities and Exchange Act of 1934. In: *Legal Information Institute* [online] Nevedeno [cit. 2013-04-12] Dostupné z: [http://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_exchange\\_act\\_of\\_1934](http://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934).

Admission of securities to official stock-exchange listing and information to be published on those securities. In: *Europa.eu* [online] 4.8.2005 [cit. 2013-04-04] 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).

Centrální úložiště regulovaných informací. In: *Česká národní banka* [online] Nevedeno [cit. 2013-03-25]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/informace\\_zverejnovane\\_emitenty/](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/informace_zverejnovane_emitenty/).

Current SEC Commissioners. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online] 4.11.2013 [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/commissioner.shtml>.

Definitions. In: *IPO a Underpricing.com* [online]. Nevedeno [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: [http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e\\_upbasics1definitionen.html](http://www.ipo-underpricing.com/UP/Underpricing/Basics/e_upbasics1definitionen.html).

Financial Industry Regulatory Authority a FINRA. In: *Investopedia.com* [online] Nevedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/f/finra.asp>.

Checklist. In: *NYSE Euronext*. [online] Nevedeno. [cit. 2013-04-15] Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/application\\_checklist.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/application_checklist.pdf).

Initial Public Offerings (IPO). In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 25.6.2007 [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>.

IPO. In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Nevedeno [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.bcpcz.cz/dokument.aspx?k=IPO>

Krach na newyorské burze v roce 1929. In: *Peníze.cz* [online] Nevedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/15898-krach-na-newyorske-burze-v-roce-1929>.

Listing Forms and Applications. In: NYSE Euronext [online] Nevedeno. [cit. 2013-04-14] Dostupné z: <https://usequities.nyx.com/listings/forms-applications-2>.

Market in Financial Instruments Directive (MiFID): Informační povinnost. In: *Unicredit Bank* [online] Praha [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: <http://www.unicreditbank.cz/web/mifid>.

Motivy vstupu společnosti na kapitálový trh formou IPO: důvody i pro rodinné firmy. In: *MM Průmyslové spektrum* [online]. 2.9.2009 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.mmspektrum.com/clanek/motivy-vstupu-spolecnosti-na-kapitalovy-trh-formou-ipo.html>.

Nová směrnice o prospektu cenného papíru a transparentnosti. In: *epravo.cz* [online] 13.3.2012 [cit. 2013-04-04] Dostupné z:

<http://www.epravo.cz/top/clanky/novelizace-v-oblasti-dohledu-nad-financnimi-trhy-81467.html>

Patria Online. IPO a možnosti primárních emisí v ČR. In: *Patria.cz* [online]. Nevedeno [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

Patria Online. Stabilizace a podpora obchodování. In: *Patria.cz* [online]. Nevedeno [cit. 2013-03-27]. Dostupné z: [http://www.patria.cz/generated/articles/Stabilizace\\_IPO.pdf](http://www.patria.cz/generated/articles/Stabilizace_IPO.pdf).

Patria Online. Transakční tým a role členů. In: *Patria.cz* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-03]. Dostupné z: [http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2\\_faze\\_IPO\\_Pre-Listing.pdf](http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2_faze_IPO_Pre-Listing.pdf).

Povolovací a schvalovací řízení a Emitenti. In: *Česká národní banka* [online]. Nevedeno [cit. 2013-03-25]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financi\\_trh/vykon\\_dohledu/povolovaci\\_schvalovaci\\_rizeni/emitenti/index.html](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/vykon_dohledu/povolovaci_schvalovaci_rizeni/emitenti/index.html).

Profil společnosti. In: *Burza cenných papírů Praha, a.s.* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-08]. Dostupné z: <http://www.bcpc.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>.

Prospekt, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo při jetí cenných papírů k obchodování. In: *Europa.eu* [online]. 15.03.2011 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/124033c\\_cs.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/124033c_cs.htm).

SEC. In: *InvestorWords.com* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investorwords.com/4417/SEC.html>.

Securities Act Of 1933. In: *Investopedia.com* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/s/securitiesact1933.asp>.

Self-Regulatory Organization a SRO. In: *Investopedia.com* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/s/sro.asp>.

The EU Single Market: Legal Framework. In: *European Commission* [online]. 24.1.2013 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/capital/framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/capital/framework/index_en.htm).

The EU Single Market: Overview. In: *European Commission* [online]. 6.9.2011 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/capital/overview\\_en.htm#what](http://ec.europa.eu/internal_market/capital/overview_en.htm#what).

The Laws That Govern the Securities Industry. In: *U.S. Securities and Exchange Commission* [online]. 30.8.2012 [cit. 2013-04-12]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

The Regulatory Pyramid. In: *NYSE Euronext* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: [https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts\\_reg\\_pyramid.pdf](https://usequities.nyx.com/sites/usequities.nyx.com/files/ts_reg_pyramid.pdf).

Transposition of Lamfalussy Directives. In: *European Commission* [online]. 18.12.2012 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transposition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transposition/index_en.htm).

Vnitní trh: obecný rámec. In: *Evropská komise* [online]. Nevedeno [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/internal\\_market\\_general\\_framework/index\\_cs.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/internal_market_general_framework/index_cs.htm).

What is an organizational meeting? In: *Direct Incorporation* [online] Nevedeno [cit. 2013-04-14] 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).

Zákon o obchodních korporacích po 1.1.2014. In: *PRK Partners* [online] Nevedeno [cit. 2013-04-22] Dostupné z: <http://www.prkpartners.com/rekodifikace/pravni-info/zakon-o-obchodnich-korporacich/>.

### **Legislativa:**

BURZOVNÍ PRAVIDLA, ČÁST VI. In: *Burzovní pravidla*. 19. listopad 2012

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) . 1606/2002 o uplatnění mezinárodních účetních standardů . In: *Úřední věstník EU*. 19. červenec 2002.

Nařízení Komise (ES) . 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenci povinností investičních podniků, hlášení obchodu, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Text s významem pro EHP)

Nařízení Komise (ES) . 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.

Nařízení Komise (ES) . 2273/2003 ze dne 22. prosince 2003, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o výjimky pro programy zpětného odkupu a stabilizace finančních nástrojů . Text s významem pro EHP.

Nařízení Komise (ES) . 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, zveřejnění prospektů a inzerátů . Text s významem pro EHP.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady ze dne 4. listopadu 2003 2003/71/ES 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 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 přesnost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu.

Sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2010/78/EU ze dne 24. listopadu 2010 kterou se m ní sm nrice 98/26/ES, 2002/87/ES, 2003/6/ES, 2003/41/ES, 2003/71/ES, 2004/39/ES, 2004/109/ES, 2005/60/ES, 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2009/65/ES s ohledem na pravomoci Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro poji- ovnictví a zam stnanecké penzijní poji-t ní) a Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy).

Sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. kv tna 2001 o p íjetí cenných papír ke kotování na burze cenných papír a o informacích, které k nim mají být zve ejn ny.

Sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasv cených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu). In: *Ú ední v stník EU*. 28. ledna 2003.

Sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finan ních nástroj , o zm n sm nrice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zru-ení sm nrice Rady 93/22/EHS.

Sm nrice Komise 2004/72/ES ze dne 29. dubna 2004, kterou se provádí sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o uznávané trfní postupy, definici d v rné informace ve vztahu ke komoditním derivát m, sestavení seznam zasv cených osob, oznamování transakcí osob s ídicí odpovědností a oznamování podez elých transakcí. Text s významem pro EHP.

Sm nrice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí sm nrice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organiza ní požadavky a provozní podmínky investi ních podnik a o vymezení pojm pro ú ely zmín né sm nrice (Text s významem pro EHP)

Sm nrice Komise 2007/14/ES ze dne 8. b ezna 2007 kterou se stanoví provád cí pravidla k n kterým ustanovením sm nrice 2004/109/ES o harmonizaci požadavk na pr hlednost týkajících se informací o emitentech, jejichfl cenné papíry jsou p íjaty k obchodování na regulovaném trhu.

The Securities Act of 1933. May 27, 1933, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

The Securities and Exchange Act of 1934. June 6, 1934, ch. 404, title I, Sec. 1, 48 Stat. 881. Dostupné z: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

Zákon . 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, ve zn ní pozd j-ích p edpis .

Zákon . 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve zn ní pozd j-ích p edpis .

Zákon . 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve zn ní pozd j-ích p edpis .

Zákon . 513/1991 Sb., Obchodní zákoník, ve zn ní pozd j-ích p edpis .

Zákon . 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve zn ní pozd j-ích p edpis .

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů.

**Soudní rozhodnutí:**

Escott v Barchris Construction Corporation. United States District Court, S.D., New York, 283 F. Supp. 643 (1968) Dostupné z: [http://lawcorporations.wikia.com/wiki/Escott\\_v.\\_BarChris\\_Construction](http://lawcorporations.wikia.com/wiki/Escott_v._BarChris_Construction).

Flaminio Costa v E.N.E.L., Case 6-64.

Van Gend en Loos v Nederlandse Administratie der Belastingen, Case 26/62.  
Yvonne van Duyn v Home Office, Case 41-74.