

Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu

Autorský kolektiv:

Ing. František Jakub, Komise pro cenné papíry

Úvodní slovo

Prof. Ing. Miroslav Tuček, DrSc., Vysoká škola ekonomická

Kapitola 1.

Ing. Pavel Čech, Ing. Jan Spurný, ABN AMRO Bank N.V.

Kapitola 2.

Ing. Libor Cupal, Česká spořitelna, a. s.

Kapitola 3.

Mgr. Marek Spurný, Mgr. Ing. Filip Záhořík, Komise pro cenné papíry

Kapitola 4. a Příloha

Vedoucí autorského kolektivu:

doc. Ing. Tomáš Ježek, CSc.,

Asociace registrovaných investičních zprostředkovatelů České republiky

**Vydala Komise pro cenné papíry za podpory Americké obchodní
komory v České republice a Burzy cenných papírů Praha, a. s.**

DŮLEŽITÉ UPOZORNĚNÍ

Účelem této publikace je poskytnout základní informace o procesu primární nabídky cenných papírů se zřetelem na stěžejní aspekty tohoto procesu, počínaje fází rozhodování, zda využít tento způsob financování společnosti, až po jeho úspěšnou realizaci. Cílem autorů publikace však nebylo ani nemohlo být poskytnout podrobný právní či ekonomický rozbor uvedené problematiky. Konkrétní otázky spojené se záměrem uskutečnit primární nabídku cenných papírů či s jejím uskutečněním samotným je proto třeba konzultovat se specializovanými ekonomickými, právními a marketingovými poradci, kteří společností pomohou proces primární nabídky cenných papírů úspěšně naplánovat, připravit a provést s ohledem na aktuální podmínky na kapitálovém trhu a na specifickou situaci každé společnosti. Názory autorů jednotlivých kapitol jsou jejich osobními názory na problematiku, která je předmětem této publikace, a jako takové nemusí bezpodmínečně vyjadřovat názory jejich zaměstnavatelů.

Obsah:

Úvodní slovo	strana	5
---------------------	--------	----------

Kapitola 1.	strana	7
1. Rozhodování podniku o zvýšení kapitálu		7
1.1 Kapitál podniku		7
1.2 Akciové společnosti potřebují finanční trh		9
1.3 Jak velký má být vlastní kapitál společnosti?		9
1.4 Proč musí podnik zvyšovat kapitál		11
1.5 Vlastní nebo cizí kapitál? Emise akcií nebo dluhopisů?		12
1.6 Kdy emitovat		13

Kapitola 2.	strana	14
2. Emise dluhopisů jako efektivní nástroj financování		14
2.1 Úvod		14
2.2 Vývoj dluhopisového trhu v ČR		16
2.3 Právní prostředí		18
2.4 Dluhopisové programy		20
2.5 Proces vydání emise dluhopisů		20

Kapitola 3.	strana	31
3. Uvedení společnosti na burzovní trhy – primární emise akcií		31
3.1 Motivy pro primární emisi akcií – IPO		31
3.2 Sebereflexe		32
3.3 Jaké výhody IPO přináší		32



3.4	Jaké nevýhody či omezení mohou být s IPO spojeny	34
3.5	Základní předpoklady pro přípravu primární emise akcií	35
3.6	Partneři pro přípravu primární emise akcií (IPO)	36
3.7	Proces přípravy IPO	38
3.8	Harmonogram a jednotlivé procesy	40

Kapitola 4. strana 45

4.	Právní a regulatorní aspekty nových emisí	45
4.1	Společné prvky emisí cenných papírů	45
4.2	Emise akcií krok za krokem	51
4.3	Emise dluhopisů krok za krokem	65
4.4	Další život společnosti po vydání cenných papírů	72

Příloha strana 76

Seznam obchodníků s cennými papíry, kteří jsou oprávněni poskytovat investiční službu upisování nebo umístování emise investičních instrumentů k 1. 1. 2004

Kapitálový trh plní v zemích s rozvinutou finanční kulturou standardně dvě hlavní funkce – cenotvornou a alokační. Je to místo, kde mohou společnosti získat prostřednictvím emise majetkových či dluhových cenných papírů kapitál pro svůj další rozvoj. Neplnění byť jen jedné ze základních funkcí ukazuje vždy na to, že trh trpí buď nedůvěrou investorů nebo emitentů cenných papírů, nedostatkem likvidity nebo svou roli sehrávají jiné vlivy, jako např. omezená velikost ekonomiky nebo tradiční síla bankovního sektoru. Význam kapitálového trhu jako prostředníka pro financování rozvoje podniků, výdajových potřeb municipalit či státu je nesporný. Je empiricky prokázáno, že nerozvinutý kapitálový trh vede z dlouhodobého hlediska k nevyužití potenciálu ekonomického růstu. Fungující trh přináší navíc pozitiva v podobě jeho větší transparentnosti, na trhu existuje větší množství informací o hospodářské situaci emitentů, kapitál je alokován efektivněji, likvidní trh formuje spolehlivou tržní cenu a je celkově odolnější vůči různým typům jeho manipulace. Konečnými beneficienty jsou pak samotní investoři, jejichž důvěra je to nejdůležitější na cestě k ekonomické prosperitě.

Pro financování rozvoje podniku lze využít buď emise majetkových cenných papírů – akcií – k získání vlastního kapitálu, nebo emise dluhopisů k získání cizích zdrojů. Pro obě formy financování je charakteristické, že investoři vyžadují od emitentů maximální informační otevřenost ohledně jejich minulé i současné finanční situace, předmětu podnikání a jeho perspektiv, vztahů uvnitř firmy apod. Na základě obsahu, úplnosti a pravdivosti informací se pak investoři rozhodují, zda vstoupí do podniků majetkově nákupem akcií či zda koupí jimi emitované dluhopisy a poskytnou jim tak cizí zdroje.

Od roku 1997 do roku 2001 dominovaly na tzv. emerging markets (ne plně rozvinutých, doslova „vynořujících se“ trzích) při financování podniků domácí bankovní půjčky s podílem 48 %, následovaly emise domácích dluhopisů s podílem 17 %, emise domácích akcií se podílely 11 %. Podíl zahraničních zdrojů byl jen 25 %. Mezi jednotlivými regiony světa však existovaly rozdíly. Zatímco v Asii se domácí bankovní úvěry podílely na celkových zdrojích financování podniků 65 %, druhým největším zdrojem byly emise domácích akcií, emise domácích dluhopisů však zaznamenaly největší dynamiku růstu. Podíl zahraničních zdrojů byl jen 17 %. I ve střední Evropě byly nejčastějším zdrojem bankovní úvěry, díky privatizaci však emise domácích akcií předčily emise domácích dluhopisů, jejichž objem na rozdíl od emisí zahraničních zůstal omezený. V Latinské Americe dominovaly emise domácích dluhopisů. Jestliže při financování soukromého sektoru sehrávaly rostoucí úlohu trhy cenných papírů, snad jen s výjimkou právě střední Evropy, kde i nadále jasně převažovaly bankovní úvěry, při financování veřejného sektoru byly nejdůležitějším zdrojem emise dluhopisů, ať už domácích nebo zahraničních.

Dle mezinárodních studií se za hlavní překážky dalšího rozvoje trhu s cennými papíry považují: neefektivní tržní infrastruktura, nedostatek transparency a nedobrá správa a řízení



společností. Pokud jde o akciový segment, ten zaznamenal v letech 2000-2002 prudký propad, zejména v důsledku strukturálních změn na globálních finančních trzích a také pochybností o dlouhodobých vyhlídkách primárních veřejných nabídek na lokálních trzích jako alternativním zdroji financování. Tyto skutečnosti společně s omezením privatizačních impulsů a procesem odchodu společností z veřejných trhů vyvolávají tlak na likviditu na veřejných trzích. Zejména malé ekonomiky, tedy i Česká republika, hledají cestu, jak tuto nepříznivou situaci změnit. Existuje shoda, že ke zlepšení dojde za předpokladu makroekonomické a politické stability, volného přístupu zahraničních investorů, lepší správy a řízení společností s důrazem na ochranu minoritních akcionářů a za předpokladu vynutitelnosti majetkových práv. K oživení akciových trhů mohou výrazně pomoci i privatizační programy koncipované s využitím kapitálového trhu.

V České republice není využití kapitálového trhu jako místa, kde společnosti mohou získat prostředky pro rozvoj podnikání, zatím vůbec běžné. To platí zejména pro emise akcií. Po obrovském boomu po skončení kupónové privatizace, kdy bylo na trh uvedeno téměř 1800 emisí akcií, byla provedena jen jedna klasická primární nabídka akcií, a to ještě ve velmi malém objemu. Nabídka kvalitních akciových investičních instrumentů je tak stále velmi omezená, přitom nefunkčnost primárního trhu se může odrazit v nedostatečném kapitálovém vybavení společností a nevhodné struktuře jejich kapitálu a přinést jim tak mnohá ekonomická rizika.

Základem hospodářského růstu jsou prosperující soukromé firmy. Ty však musejí mít vhodnou strukturu zdrojů, zejména poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, aby se nedostaly do úrokové pasti a tím do existenčních problémů v dobách, kdy nedosahují potřebného zisku. Právě zde sehraávají důležitou roli vlastní zdroje a emise akcií. I když se legislativní podmínky pro realizaci veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu podstatně zlepšily, potřebné oživení to nepřineslo. S ohledem na velikost české ekonomiky a historicky danou sílu bankovního způsobu financování sice nelze předpokládat, že by získávání zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu sehravalo v budoucnosti dominantní roli, přesto však nelze rezignovat a je nutné činit všechny možné kroky na podporu kapitálového trhu.

Tato publikace by měla podnikům – potenciálním emitentům cenných papírů poskytnout všechny potřebné informace a přiblížit cestu financování prostřednictvím nástrojů kapitálového trhu. Je to praktický návod, jak realizovat emise dluhopisů a akcií, jak je uvést na trh, co je s těmito kroky spojeno, včetně nákladů, výhod a nevýhod, časového rámce a regulačních aspektů.

Publikace, která se vám dostává do rukou, je vydávána v rámci širšího projektu vzdělávání investorů, který realizuje Komise pro cenné papíry. Byla odborně a finančně podpořena Americkou obchodní komorou a Burzou cenných papírů Praha. Věřím, že přispěje k hlubšímu porozumění procesům financování podniků prostřednictvím kapitálového trhu, především však k oživení samotné emisní aktivity.



Kapitola 1.

1. Rozhodování podniku o zvýšení kapitálu

Základním problémem každého podniku je mít k dispozici přiměřený kapitál, a to jak co do jeho výše, tak co do jeho struktury. Sebelepší zboží či služby, sebelepší marketingový projekt nelze realizovat bez potřebného podnikového kapitálu. Idea je však předpokladem, ale ne jediným, pro získání potřebného kapitálu. Na tomto místě se však nebudeme zabývat dalšími předpoklady pro úspěch v podnikání, jako je např. důvěryhodný management, rating, veřejné mínění, stadium hospodářské konjunktury a podobně. To vše platí jak pro podnik, který již existuje, tak pro nově zakládaný.

V životě podniku zajímá kapitálové vybavení podniku a jeho struktura nejen finančního ředitele a spoluvlastníky, ale v té nebo jiné míře všechny jeho partnery: dodavatele a odběratele, banku, zaměstnance, leasingovou společnost apod. Je to totiž důležitý faktor dlouhodobé spolehlivosti, očekávané výkonnosti na trhu a výnosnosti. Kapitálové vybavení podniku je důležitým předpokladem jeho růstu, ale zároveň i přežití při případné hospodářské recesi nebo jiných hospodářských otřesech.

1.1 Kapitál podniku

Kapitálem podniku se nejčastěji rozumí souhrn hodnot, kterými podnik dlouhodobě disponuje. Přesněji je to objem **finančních prostředků** vložených do podniku, které v něm fungují dlouhodobě. Nezahrnují se do něho krátkodobé závazky (dluhy). Může jít o vlastní kapitál nebo o cizí kapitál, který v podniku funguje dlouhodobě (obvykle více než rok).

Vlastní kapitál tvoří upsaný a splacený základní kapitál, ažiový fond, který vznikl z prodeje akcií za vyšší než nominální hodnotu (ažio), fondy podniku vytvořené ze zisku a nerozdělený zisk z minulých let. **Cizí kapitál** je kapitál získaný emisí dluhopisů, dlouhodobými bankovními úvěry a v některých zemích jej tvoří i současná hodnota závazků ze smluv o finančním leasingu (finanční leasing se někdy považuje za druh dlouhodobého úvěru, který je jištěn předmětem pronájmu).

Do vlastního kapitálu řadíme jen skutečně splacené podíly, resp. akcie. Ne tu část upsaných podílů či akcií, jejichž splacení bylo odloženo nebo kde je podílníci prostě dlužní. Tvoří základní kapitál (někdy se říká akciový kapitál), který je násobkem nominální ceny akcie a počtu vydaných (prodáných) akcií, resp. splacených podílů ve společnostech s r. o. Pokud akciové společnosti při emisi prodávají akcie za vyšší než nominální cenu (s ažiem), a to je častý případ zejména u společností, s jejichž akciemi se již obchoduje, tak se rozdíl mezi nominální a skutečnou cenou zahrnuje do ažiového fondu, který je rovněž součástí vlastního kapitálu. Ve světě však podstatnou část vlastního kapitálu



prosperujících společností tvoří vlastní nahospodařené zdroje, tj. nerozdělený zisk z minulých let, který v naší zemi je zdrojem rezervního fondu, a pokud je rezervní fond dostatečně naplněn, může být zdrojem dalších fondů, které si společnost zřídí, nebo je vykazován jako nerozdělený zisk z minulých let, který je prvním zdrojem pro krytí případných hospodářských ztrát. V každém případě ale platí, že akcionáři jsou vlastníky nejen základního kapitálu, ale veškerého vlastního kapitálu společnosti. Jím také společnost odpovídá za své závazky a z něho hradí případné ztráty z hospodaření. Rozčlenění nerozděleného zisku do různých položek bilance odpovídá rozdílný režim rozhodování o jeho použití. Ten je stanoven zákonem (rezervní fond), stanovami společnosti či usneseními valné hromady.

Zadržování zisku, resp. jeho části, v podniku, jeho nerozdělení akcionářům (společníkům), umožňuje zajišťovat určitý růst podniku bez nutnosti emitovat další akcie či zvyšovat podíl cizího kapitálu. Do podniku se tak nedostanou další spoluvlastníci (akcionáři, podílníci), jejichž příchodu se dosavadní akcionáři mohou obávat. Snižuje se nebezpečí nepřátelského převzetí společnosti. Zároveň se ale snižuje kontrola finančního trhu nad hospodařením společnosti, která finanční trh pro své financování (tolik) nepotřebuje. To platí zejména pro akciové společnosti, jejichž akcie se neobchodují na veřejném trhu a jejichž akcionáři mají v důsledku toho ztížené možnosti své akcie prodat a ze společnosti tak bez dodatečné ztráty odejít.

Cizí kapitál na rozdíl od vlastního

- je většinou účelově vázán (dlouhodobé bankovní nebo dodavatelské úvěry, finanční leasing, ale někdy i výnos z emise obligací);
- jeho poskytovatel nemá možnost podílet se na řízení podniku;
- zpravidla má pevnou cenu (tj. úrok), která musí být uhrazena, i kdyby se měl podnik dostat do ztráty;
- musí vynášet úrok, který je minimálním (normativním) výnosem používaného cizího kapitálu. Úrok nepodléhá zdanění, ale je naopak položkou, která snižuje základ pro daň z příjmů právnických osob (tvoří úrokový daňový štít);
- podmínkou existence podniku je vlastní kapitál. Jakmile jej podnik nemá (není solventní), je povinen podat návrh na konkurz nebo na vyrovnání s věřiteli.

1.2 Akciové společnosti potřebují finanční trh

Potřebují jej především k tomu, aby mohly získávat dodatečný kapitál emisí akcií či dluhopisů. Společnost, která se má rychle rozvíjet, může jistě část svého rozvoje financovat ze zadržovaného (nerozděleného) zisku, ale musí mít možnost otevřít si přístup k dalšímu zdroji kapitálu. A právě v tom má velkou úlohu trh cenných papírů. Čím více má nerozděleného zisku, tím snadněji – za ostatních neměnných okolností – umístí na trhu dodatečnou emisi svých akcií, a tím snadněji umístí na trhu i dlouhodobé dluhopisy. Veřejnost je totiž přesvědčena, že veřejně obchodovaná společnost je pod přísnějším dohledem všech burzovních a bankovních analytiků a že investovat do jejich cenných papírů je bezpečnější. Kotace na burze zároveň dává investorům informaci o současné ceně cenných papírů, které nakoupili do svého portfolia.

Málo se v literatuře zdůrazňuje, že společnost, která se nebojí emitovat veřejně obchodované akcie, má – za ostatních neměnných okolností – lepší jméno u dodavatelů a odběratelů a že má lepší přístup k bankovnímu úvěru. Má totiž důvěryhodnější rating a lepší úvěrový scoring.

Akciové společnosti, které se izolují od finančního a zejména od akciového trhu, k tomu mohou mít různé důvody. Pokud jde o dceřinné podniky nějaké zahraniční finančně silné společnosti, může jít o zájem na jednotném řízení ze zahraniční centrály bez vlivu tuzemských akcionářů a bez potřeby organizovat v naší zemi valné hromady, které jsou nákladné a mohou být pro zahraničního vlastníka nepřijemné. Takovéto společnosti potřebují finanční trh skutečně jen okrajově, protože s financováním rozvoje jim zpravidla pomůže jejich mateřská zahraniční společnost. Využívají jej jen tehdy, když financování v tuzemsku je levnější než ze zahraničí.

Zvyšování vlastního kapitálu bez finančního trhu nerozdělením vytvořeného zisku může vyhovovat těm stávajícím akcionářům, kteří nemají pro případné upisování nových akcií k dispozici volný kapitál, ale hlavně nechtějí přijít o svůj vliv v akciové společnosti. Finanční renomé společnosti tím však může utrpět.

1.3 Jak velký má být vlastní kapitál společnosti?

Zjednodušeně řečeno: musí být alespoň tak velký, aby byl někdo cizí ochoten se na financování jejího rozvoje podílet svým kapitálem a aby společnost měla přístup k bankovnímu úvěru a byla likvidní. Vlastního kapitálu by mělo být ale jen tolik, aby spoluvlastníkům společnosti (akcionářům či podílníkům) vynášel více než kolik vynášá alternativní možnosti jeho investování (po odečtení nákladů spojených s jeho reinvestováním). Výnosem pro ně ovšem nejsou jen vyplácené podíly na zisku (dividendy), ale především zhodnocení společnosti, zejména růst kurzu jejich akcií.



Při rozboru vybavenosti společnosti vlastním kapitálem se může použít následujících poměrných ukazatelů:

a.

Podíl vlastního kapitálu na úhrnu pasiv říká, v jaké míře je společnost financována vlastními dlouhodobými zdroji. Samozřejmě, že tento podíl je v každém odvětví hospodářské činnosti a společnosti jiný. Vypovídací schopnost má tedy spíše meziroční vývoj. Dokáže-li společnost snižovat podíl vlastního kapitálu, může to znamenat, že hospodaří dobře, protože může vlastní kapitál minimalizovat, ale může to rovněž znamenat, že se její hospodaření (finanční stabilita) stává rizikovější.

b.

Poměr vlastního kapitálu a bankovních úvěrů svědčí o tom, jak je společnost důvěryhodná z pohledu bank. Může to však varovat banky před přeúvěrovaností společnosti a její hrozící nesolventností. Vysoký podíl bankovních úvěrů a tedy i placených úroků snižuje nejen daňové zatížení, ale i disponibilní zisk společnosti.

c.

Poměr vlastního kapitálu a hodnoty emitovaných obligací má podobnou vypovídací schopnost jako v předchozím případě. Jeho hodnocení však závisí na podmínkách, za nichž byly obligace emitovány (např. podřízené obligace se velice blíží přednostním akciím, povaha případných záruk apod.).

d.

Poměr vlastního kapitálu a zadluženosti z obchodního styku závisí jednak na odvětví hospodářské činnosti (rychlost obratu kapitálu), ale i na vlivu analyzované společnosti na dodavatele. Společnost, která může svým dodavatelům více diktovat platební podmínky, je zřejmě na trhu silnější. Jinak ovšem vypadá výsledek analýzy, když jde o zadluženost po lhůtě splatnosti.

e.

Poměr vlastního kapitálu a hodnoty fixních aktiv se v polovině 20. století považoval za hlavní kritérium požadované výše vlastního kapitálu. Vlastním kapitálem mělo být pokryto alespoň to, co je v podniku pevně (dlouhodobě) vázáno. Změny v technikách financování vyvolané mj. rozvojem finančního leasingu a dlouhodobého úvěrování umožnily pořídit fixní fondy i bez plného krytí vlastním kapitálem. Vlastní kapitál pak může být využit pro financování trvalých či dlouhodobých zásob, pro financování účastí v jiných společnostech, pro investice do cenných papírů ap. Analýza by nám tedy měla říci, jak je vlastní kapitál využit na straně aktiv rozvahy.

f.

Poměr vlastního kapitálu a čistého zisku společnosti nebo ukazatel čistého zisku připadajícího na jednu akcii je zvláště důležitý pro hodnocení managementu společnosti,

zajímá akcionáře i trh cenných papírů. S tímto ukazatelem je třeba počítat při úvahách o zvyšování akciového kapitálu, protože další emise je možná, když perspektivně zajistí ne pokles, ale vzestup zisku na akcii.

1.4 Proč musí podnik zvyšovat kapitál

Podnik, který neroste, upadá. Podmínkou růstu podniku je obvykle růst jeho kapitálu, zvláště v našem inflačním světě. Hlavními důvody, proč se podnikatelé snaží získat pro svou společnost dodatečný kapitál, jsou investiční záměry a rozšiřování kapacity. Investiční záměry mohou být nejrůznějšího druhu – počínaje technickými inovacemi a konče dejme tomu akvizicemi. Než se však k uskutečnění těchto záměrů přikročí, je dobré prozkoumat, zda stejného nebo dokonce vyššího zisku nelze dosáhnout nějakým jiným způsobem – např. zeštíhlet a nechat investovat dodavatelské firmy (outsourcing).

Malé české podniky, které mají zatím nejčastěji formu společnosti s r. o., se při úspěšném rozvoji a jako předstupeň dalšího rozvoje mění a budou měnit na akciové společnosti. Mohou to být i rodinné podniky, protože akciové podílnictví je praktičtější a jednodušší formou než podílnictví ve společnosti s r. o., a to např. při dědění, při odchodu některého podílníka ze společnosti nebo při změnách jednotlivých podílů. Při zvyšování společného kapitálu, kdy ne každý z dosavadních podílníků má stejné možnosti nebo stejnou chuť se na něm podílet, je akciová forma podílů praktičtější. V takovýchto podmínkách vznikající akciová společnost může být – třeba dočasně – společností s veřejně neobchodovatelnými akciemi a stanovy takovéto společnosti dávají různé možnosti, jak akcie vydávat a převádět. Do takovéto společnosti může jako akcionář vstoupit i nějaký fond či společnost rizikového kapitálu (venture capital), ovšem za předpokladu, že s tím většina dosavadních akcionářů souhlasí. Dnešní situace, kdy je v naší republice nedostatek subjektů, které nabízejí rizikový kapitál, je přechodná, a lze očekávat, že v průběhu snad desíti let se situace změní k lepšímu. Jednou z možných forem odchodu rizikového kapitálu z úspěšné akciové společnosti je její přeměna na společnost s veřejně obchodovanými akciemi. Ve výhledu do budoucna se nenechme mýlit tím, že řada českých společností se v minulých letech stahovala z veřejných trhů a opouštěla veřejnou obchodovatelnost svých akcií. To mělo dočasně platné důvody – nebo šlo o společnosti, které zatím se svým rychlým rozvojem a potřebou získat další kapitál cestou široké emise akcií nepočítaly.

Podnětem k založení akciové společnosti a k emisi veřejně obchodovatelných akcií může být i projektové financování. Ve světě se používá především jako forma financování vývozu, zejména investičních celků. Z tuzemského hlediska tedy i jejich dovozu. Při této formě financování je základním předpokladem důvěryhodnosti projektu (tedy technického či výrobního záměru) založení samostatné právnické osoby – akciové společnosti, která je nositelem projektu a tedy i všech nákladů a výnosů. Akciovou společnost zakládají subjekty, které mají na projektu nejvyšší zájem. Složený akciový kapitál je prvním zdrojem pro financování projektu. Formou projektového financování byla např. prováděna výstavba ropovodu Terst – Ingolstadt, kde zakladateli společnosti byly rafinerie ropy v Ingolstadtu a jako



akciový kapitál složily 20 % hodnoty projektu (to se tenkrát považovalo za minimum u nadějného a bezpečného projektu). Takto vzniklá akciová společnost může emitovat další akcie a dluhopisy a přijímat bankovní a dodavatelské úvěry, záruky (např. státu nebo krajů či měst, ale i vlastních akcionářů) a zadávat zakázky. Má výnosy a náklady a své závazky splní z výnosů své činnosti. Tato forma financování by se mohla v naší zemi uplatnit i při výstavbě projektů ve veřejném zájmu (např. spalovny odpadu apod.).

1.5 Vlastní nebo cizí kapitál? Emise akcií nebo dluhopisů?

Na uvedené otázky hledala odpověď celá tato kapitola. A je zřejmé, že jednoznačná odpověď platná za všech okolností, něco na způsob jednoduché domácí kuchařky, neexistuje. Přece však platí všeobecná zásada, že **bez vlastního kapitálu nelze rozvíjet podnikání**, tedy ani získat cizí kapitál. Když je podnik vybaven vlastním kapitálem, má šanci získat za výhodnějších podmínek i kapitál cizí.

V malých a středních podnicích má v naší zemi cizí kapitál nejčastěji podobu střednědobého či dlouhodobého úvěru a finančního leasingu. To má své výhody, protože úvěr může být poskytnut za nižší úrokovou sazbu (vypadá levnější) než případná emise dluhopisů. Má ovšem tu nevýhodu, že banka má zpravidla v úvěrové smlouvě zajištěnu možnost úrok zvyšovat, což vnáší do podnikových kalkulací značný prvek nejistoty. Využití úvěru jako zdroje financování malého množství cizího financování je většinou levnější než emise dluhopisů, s níž jsou spojeny emisní náklady. Emise musí být rovněž schválena, což je časově náročnější než dohoda s bankou o investičním úvěru. Získává-li však podnik cizí zdroje emisí dluhopisů, může disponovat takto získaným kapitálem v plné výši a většinou bez omezení účelem. V České republice je zatím emise dluhopisů jako zdroj cizího kapitálu malých a středních podniků polem neoraným, protože dluhopisy zatím emitovaly jen velké podniky (blíže viz kap. 3.).

Když vznikne potřeba zvýšit kapitál podniku emisí cenných papírů, musí se potenciální emitent rozhodnout, jaký druh cenného papíru bude emitovat. Zákon o cenných papírech rozeznává jen akcie a dluhopisy, jak jsme o nich dosud hovořili. Je však možné vybírat mezi cennými papíry veřejně obchodovanými a veřejně neobchodovanými a mezi různými druhy akcií a dluhopisů. Ty se mohou lišit podle pořadí, v němž jsou jejich majitelé uspokojováni v případě konkurzu:

- dluhopisy a dluhopisy s opcí (vyměnitelné za akcie);
- podřízené dluhopisy;
- prioritní akcie;
- kmenové akcie.

Tomuto pořadí odpovídá i výnosnost pro investora. Podřízené dluhopisy musí mít vyšší výnosnost než obyčejné dluhopisy, které mají zase vyšší výnosnost než dluhopisy s opcí, držitelé akcií jsou při rozdělování zisku až poslední v pořadí, avšak při úspěšném hospodaření mohou mít nejvyšší výnos.

Emitent se rozhoduje především podle toho, co je možné lépe umístit na trhu, ale zároveň přihlíží i k daňové výhodnosti, protože úrok z dluhopisů snižuje daňový základ pro výpočet daně z příjmů, zatímco dividendy se vyplácejí až ze zisku po zdanění. Tento způsob zdanění preferuje emise dluhopisů. Čím nižší jsou však v době emise úrokové sazby na trhu, tím je daňová výhoda z emise dluhopisů menší.

Český finanční trh je pro nové emise cenných papírů relativně malý a opatrný. Zvláště, když je zahlcován stále novými emisemi státních dluhopisů a hypotečních zástavních listů, které jsou považovány za zvláště bezpečné. Při přípravě emise je tudíž nutné sondovat, co je možné umístit, komu a za jakých podmínek. Tuto službu ovšem potenciálnímu emitentovi poskytne banka nebo obchodník s cennými papíry, kteří se o zaranžování případné emise budou zajímat.

Pro potenciální investory jsou investice do dluhopisů spojeny s menší mírou rizika, zvláště když emitent disponuje investičním ratingovým ohodnocením. Investice do akcií jsou zajímavé tenkrát, když je naděje na růst jejich kurzu a na výplatu dividend, i když ne okamžitou. Akcie jsou pro ně však rizikovějším investičním nástrojem.

1.6 Kdy emitovat?

Načasování emise je třeba zvážit zejména podle situace na trhu cenných papírů. Někdy může být výhodné emisi odložit a dočasně nedostatek kapitálu překlenout úvěrem. Všeobecně lze říci, že emise akcií je nejlépe provádět v období vzestupu akciového trhu, růstu kurzů a převahy poptávky po akciích nad jejich nabídkou. Naproti tomu emise dluhopisů má větší naději na úspěch v období nízkých úrokových sazeb a v době, kdy klesají kurzy akcií. Každou emisí je nutné dobře připravit, což si žádá čas.

Uvedení emitenta na kapitálový trh je i složitou marketingovou operací. Při uvádění na trh je nutné počítat s náklady a s dočasnými neúspěchy. Je proto dobré získat pro tento krok zkušeného aranžéra emise, který má dobré vztahy s potenciálními investory. Prodává totiž i své jméno.



2. Emise dluhopisů jako efektivní nástroj financování

2.1 Úvod

Dluhopisy patří k tradičním zdrojům financování firem, institucí, států a dalších subjektů soukromého i veřejného sektoru. Jedná se o nástroj klasický, prověřený, efektivní a hojně užívaný. Základními atributy dluhopisu jsou jednak jeho dluhový charakter a dále pak obchodovatelnost.

Dluhový charakter znamená, že se jedná o formu dluhu (půjčky) mezi emitentem (dlužníkem) a investory (věřiteli). Podobně jako u dlouhodobého úvěru, dluhopis je kontrakt, kde se emitent zavazuje platit majiteli dluhopisu v určeném období úroky a jistinu. Dluhopisy se tak významně liší od akcií, neboť platby úroků a jistiny jsou smluvně vynutitelné a emitent se jim obecně nemůže vyhnout (na rozdíl od dividend, které jsou závislé na ekonomické úspěšnosti dané společnosti). Také v případě konkurzu a vyrovnání emitenta se závazky z dluhopisů uspokojují před rozdělením případného zbylého majetku akcionářům.

Výhodou dluhopisů oproti akciím je především cena – majitelé dluhopisů vyžadují oproti akcionářům nižší návratnost své investice, což je dáno podstatně nižší mírou rizika a volatility. Majitelé dluhopisů mají také velmi omezené možnosti, jak zasahovat do chodu dané společnosti.

Na rozdíl od úvěru, kdy se většinou jedná o dvoustranou, obvykle soukromou smlouvu mezi bankou a věřitelem, jsou dluhopisy zpravidla veřejně **obchodované**. Tzn., že existuje veřejný trh, kde je možné dluhopisy nakoupit nebo prodat. Informace o dluhopisech jsou veřejné a často standardizované (souvislosti s regulací a požadavky trhu, kde probíhá obchodování, viz blíže v kap. 4.). Mezi investory patří kromě bank i nejrůznější institucionální investoři (otevřené i uzavřené fondy, pojišťovny, penzijní fondy, apod.) a často i soukromé osoby.

Dluhopisy se mohou obchodovat na pražské burze nebo v zahraničí (obvykle v Lucembursku nebo Londýně). Z pohledu tuzemského subjektu se pak o dluhopisech umístěných na Burze cenných papírů Praha, a. s. (dále jen BCPP) hovoří jako o „**domácích dluhopisech**“ a vztahuje se na ně regulace platná na BCPP (včetně českých zákonů). Domácí dluhopisy nakupují nejčastěji čeští institucionální investoři (banky, fondy, pojišťovny, apod.). Dluhopisy umístěné na evropském trhu se nazývají „**eurobondy**“. Slovo „euro“ neznamená, že musejí být nezbytně v měně EUR, ale označuje pouze fakt, že daná společnost vydává dluhopisy mimo zemi, kde má své sídlo a že dluhopisy budou distribuovány investorům na evropském trhu. Eurobondy nakupuje širší mezinárodní

investorská komunita a vztahují se na ně zahraniční zákony. Domácí dluhopisy mají oproti eurobondům pro emitenta tu výhodu, že odpadá otázka jištění kurzového rizika. Eurobondy naproti tomu těží z nepoměrně širšího okruhu investorů s obrovským objemem prostředků, též z dlouhodobě zavedeného a efektivního procesu (včetně zákonů a regulace), mají přístup k jiným měnám a mohou mít také delší dobu splatnosti. Eurobondy mají i lepší dlouhodobou strategickou hodnotu (z pohledu začleňování do EU a přechodu na Euro).

Výhodou dluhopisů oproti bankovnímu úvěru je obvykle nižší cena a diverzifikace zdrojů financování, možnost získání velkého objemu prostředků v jednom okamžiku, delší doba splatnosti a v jistém ohledu i větší prestiž a publicita. Nevýhodou pak bývá standardizovanost daného produktu, horší možnost přizpůsobení proměnlivému cash-flow (společnost obdrží všechny prostředky na začátku a splatí je najednou na konci) a obecně menší flexibilita (bankovní úvěry jsou obvykle lépe šité na míru dlužníka). Pro bonitní a dostatečně velkou společnost je financování prostřednictvím dluhopisů obvykle nejlevnějším způsobem financování a řeší jím co největší část stálého dlouhodobého dluhu (přičemž bankovní úvěry pak společnost využívá na vykrývání krátkodobějších výkyvů cash-flow).

Nejčastější formou dluhopisu je stále dluhopis s fixní úrokovou sazbou, pravidelnými splátkami úroků a splátkou jistiny na konci období. S rozvojem finančního světa vzniklo díky inovacím investičních bank velké množství **nových forem dluhopisů** – svolatelné (s opcí na předčasné splacení z rozhodnutí emitenta nebo majitelů), s plovoucí sazbou (vázanou např. na PRIBOR/LIBOR nebo např. na inflaci), s plovoucí inverzní sazbou (úroky rostou s poklesem referenčního instrumentu a naopak), podřízené (splatné až po ostatních dlužích), s nulovým úrokem, se splatností v nekonečnu, s postupným čerpáním a splácením, konvertibilní (směnitelné za akcie), s výnosem závislým na hodnotě nějakého referenčního instrumentu (např. na inflaci, vývoji měnových kurzů nebo třeba burzovního indexu), apod. Jedná se ve většině případů o kombinaci „klasického“ dluhopisu s nějakým derivátem, jehož prostřednictvím si investor zvyšuje nebo naopak snižuje své riziko. Kromě dluhopisů s plovoucí sazbou však nejsou tyto inovované formy dluhopisů domácími emitenty používané a není proto nutné se jim zde dále věnovat.

Základní otázkou, kterou investor řeší při rozhodování o tom, do jakých dluhopisů investovat své prostředky je, zda mu u daného dluhopisu vyhovuje poměr výnosu a rizika. Výnos dluhopisu je z tohoto úhlu pohledu cena, kterou musí emitent zaplatit investorovi za to, že investuje peníze do jeho dluhopisů a přijme tak riziko nesplacení úroků a jistiny dluhopisu. Výnos dluhopisu závisí na řadě faktorů. Mezi dva nejdůležitější patří **časová hodnota peněz a přírážka za kreditní riziko** (tzv. **kreditní marže**). Časová hodnota peněz, na emitentovi nezávislá, je určená výší úroku, za který je možné na trhu uložit peníze na danou dobu bez kreditního rizika. Investiční nástroje, které neobsahují žádné kreditní riziko¹, jsou například vládní dluhopisy, mezibankovní depozita nebo mezibankovní úrokové swapy². Časová hodnota peněz je závislá na době splatnosti a situaci na finančním trhu.

Kreditní marže vyjadřuje míru bonity (důvěryhodnosti, rizika nesplacení) dané společností. Bonita je do jisté míry individuálním posouzením emitenta investorem, který se spoléhá jednak na externí zdroje (rating, externí analýzy, apod.) a dále pak na svou zkušenost a odhad budoucího vývoje. Kreditní marže se pak pohybuje od několika setin procenta až po celá procenta.

Většina dluhopisů bývá nezajištěná – tzn., že kreditní riziko nese investor, který je vystaven možnosti, že emitent nesplatí úplně a včas úroky a jistinu dluhopisů. V případě, že toto riziko je příliš velké nebo výnos požadovaný investory příliš vysoký, může emitent poskytnout majitelům dluhopisů nějakou formu **zajištění kreditního rizika**. Může se jednat o garanci lépe hodnocené společnosti (mateřská společnost, stát, specializovaná pojišťovna), o zajištění aktivity (majetek, hypotéky, pohledávky, apod.), budoucími specifickými příjmy apod. Výhodou zajištění je snížení nákladů financování odpovídající nižšímu kreditnímu riziku, příp. vůbec umožnění vydání dluhopisů. Jeho nevýhodou je snížení flexibility po emitenta, vyšší administrativní náročnost a nutnost nést náklady tohoto zajištění (např. u garance od specializované pojišťovny).

Dluhopisy se také někdy dělí na dluhopisy s tzv. investičním stupněm rizika a na spekulativní dluhopisy. Dluhopisy s **investičním stupněm rizika** jsou dluhopisy, které mají externí investiční rating (tzn. rating alespoň BBB- od Standard & Poor's nebo Baa3 od Moody's). Dluhopisy **se spekulativním rizikem** jsou pak všechny dluhopisy s ratingem horším než je investiční rating. Zejména kvůli dění na českém dluhopisovém trhu v 90. letech jsou v současné době dluhopisy se spekulativním rizikem na českém trhu jen velmi těžko prodejné. Zároveň je dobré si uvědomit, že pro většinu investorů jsou obvykle jedinými uznávanými ratingovými agenturami jen Standard & Poor's, Moody's nebo Fitch.

2.2 Vývoj dluhopisového trhu v ČR

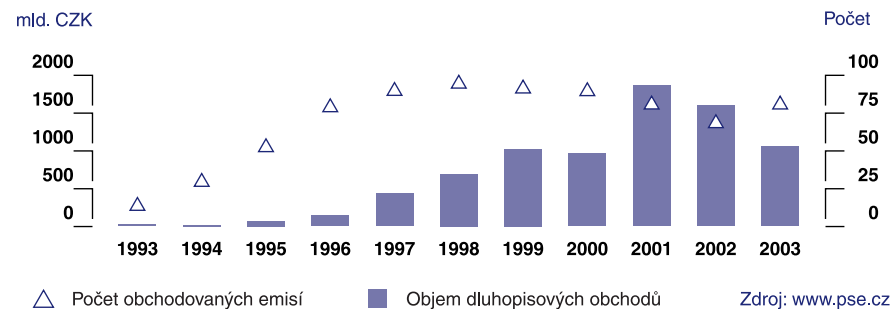
Domácí trh s dluhopisy v České republice je jedním z nejrozvinutějších dluhopisových trhů ve střední a východní Evropě. Není sporu o tom, že jej nelze srovnávat s trhy, které existují mnoho desítek let ve Velké Británii nebo USA. Přesto se jedná o živou a stále se rozvíjející součást finančních trhů, která slouží předním českým společnostem jako

1) Vládní dluhopisy, mezibankovní depozita nebo mezibankovní úrokové swapy ve skutečnosti určitou část kreditního rizika obsahují. Existuje nenulová pravděpodobnost, že vláda v dané zemi přestane hradit své závazky nebo banky nebudou vzájemně vypořádávat obchody mezi sebou. Toto riziko podstupuje každý účastník finančního trhu při použití libovolného nástroje a není možné se mu při jakémkoli podnikání uvnitř daného trhu vyhnout. V rozvinutých i ve většině rozvíjejících se zemích se však jedná o riziko nízké, a proto je účastníky trhu většinou přijímáno jako konstanta a dále se s ním nepracuje.

2) Úrokový swap je dohoda mezi dvěma protistranami o tom, že si budou po určitou dobu jako protihodnotu poskytovat úrokové platby z předem dané částky. Tedy například, že strana A bude po dobu 5-ti let platit straně B pololetně úrok z částky 100 milionů Kč odpovídající hodnotě 6-ti měsíčního PRIBORu vždy 2 dny před datem splatnosti. Strana B proti tomu bude splácet straně A ročně po dobu 5-ti let úrok z částky 100 milionů Kč odpovídající sazbě 3,47 % p.a.

významný zdroj financování, investorům pro umístění nezanedbatelného objemu prostředků a obchodníkům s cennými papíry jako transparentní a efektivní platforma k uskutečnění jejich finančních transakcí.

Dluhopisy obchodované na Burze cenných papírů Praha



Od svých začátků v roce 1992 se tento trh velmi uspokojivým způsobem rozvinul co do celkové kapitalizace, splatnosti dluhopisů i způsobu, jakým je regulován předpisy a Komisí pro cenné papíry. V grafu je ukázán celkový objem obchodů s dluhopisy uskutečněnými na BCPP a počet dluhopisových emisí registrovaných k obchodování na BCPP ke konci příslušného roku. Z grafu je vidět, že aktivita na českém trhu dluhopisů kulminovala v roce 2001. Rok 2002 už byl poznamenán recesí na globálních trzích, v roce 2003 se zatím k tomuto faktoru přidaly nízké výnosy dluhopisů, které v červnu 2003 dosáhly svých historických minim a na čas byly dokonce nižší než výnosy státních dluhopisů v zemích EU.

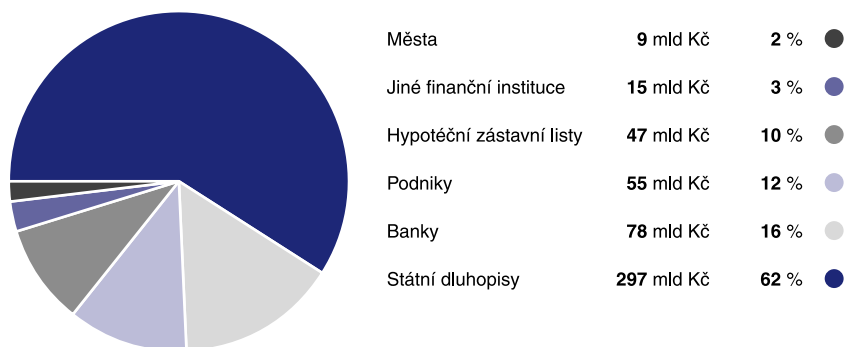
Situace, kdy jsou výnosy domácích dluhopisů nižší než výnosy na eurotrhu, je pro český dluhopisový trh poměrně příznačná. Odlišuje české dluhopisy od podobných nástrojů v porovnatelných zemích (Polsko, Maďarsko, Slovensko) a předurčuje chování investorů. Ekonomiky zemí střední a východní Evropy se svojí výkonností teprve přibližují ekonomikám rozvinutým a prostředí finančních trhů v těchto zemích vykazuje vyšší míru nejistoty a rizika. Z tohoto důvodu zde investoři požadují vyšší výnos, který by kompenzoval zvýšené riziko. Poměrně často se stává, že výnosy českých dluhopisů jsou pod úrovní dluhopisů v EU a takovou kompenzaci neposkytují. Je to způsobeno dvěma faktory: měnovou politikou České národní banky a strukturou likvidity na domácím trhu.

ČNB se od počátku své existence snažila přispět ke stabilitě finančního prostředí a to zejména svou orientací na sledování inflace a relevanci směnných kurzů domácí měny. Řada faktorů ve druhé polovině 90. let vedla k postupnému poklesu inflace a lze říci, že krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby klesaly po překonání turbulencí v letech 1997/98 paralelně s inflací až na své dno v červnu 2003.



Souběžně s tímto procesem se poměrně dramaticky měnil kreditní trh. Lze říci, že banky a investoři v počátcích propadli jisté euforii z nově vznikajících trhů a v první polovině 90. let převládalo přesvědčení, že poměry na trzích a v ekonomice se poměrně rychle přiblíží podmínkám v rozvinutých ekonomikách. Nestalo se tak a v letech 1997/98 českou ekonomiku postihla i krize kreditní důvěry, ve finančním slangu označovaná jako credit crunch. Domácí banky výrazně zpřísnily podmínky pro poskytování úvěrů, svou roli při tom sehrálo i dokončení privatizace velkých českých bank do rukou zahraničních investorů. Současně došlo k postupnému kolapsu malých bank. Tak se depozitní trh jako hlavní zdroj likvidity soustředil u několika hlavních bank. Banky však tuto likviditu kreditnímu trhu poskytovaly v nižším rozsahu než v první polovině minulých dekád.

Kapitalizace dluhopisů na BCPP dle typu emitentů k 3. 12. 2003



Malá atraktivita nízkých výnosů korunových dluhopisů pro zahraniční investory a růst objemu depozit, tj. akumulace likvidity v největších bankách způsobily, že tyto banky hrají na domácím trhu s dluhopisy dominantní roli. Vedlejším efektem krize kreditní důvěry je zúžení kreditního spektra dluhopisů. Investoři se při rozhodování o způsobu uložení svých prostředků omezují jen na dluhopisy s malým kreditním rizikem a dluhopisy není možné použít na financování projektů s horší bonitou. Čím dál tím větší podíl trhu pro sebe získává stát, který stále rostoucím objemem vládních dluhopisů financuje deficit rozpočtu. Současná skladba dluhopisového trhu dle typu emitentů je vidět na grafu.

2.3 Právní prostředí

Typickým dluhopisem na českém domácím trhu je přímý, nezajištěný a nepodmíněný závazek emitenta, který je co do pořadí uspokojen na stejné úrovni se všemi ostatními závazky emitenta. Právní prostředí pro vydávání a obchodování s dluhopisy je ustanoveno zákonem č. 530/1990 Sb. o dluhopisech. V tomto zákoně je upravena:

- úloha Komise pro cenné papíry (KCP) jako hlavního regulátora dluhopisového trhu;
- proces a podmínky schválení emise dluhopisů;
- druhy dluhopisů;
- povinné součásti emisních podmínek dluhopisů;
- rozsah a způsob zveřejnění informací při vydání emise dluhopisů.

Zákon č. 591/1992 Sb. o cenných papírech, který se vztahuje na všechny typy cenných papírů, obsahuje některá ustanovení pro dluhopisy obchodované na veřejných trzích v České republice. Jsou zde popsány zejména informace, které musí být při vydání zveřejněny v prospektu cenného papíru a dále podmínky pro přijetí cenných papírů k obchodování na veřejných trzích v České republice.

Zákon o cenných papírech reguluje účastníky veřejných kapitálových trhů v České republice – emitenty, investory, administrátory emisí³, obchodníky s cennými papíry, makléře, organizátory trhů s cennými papíry a Středisko cenných papírů (SCP). SCP je dle tohoto zákona zmocněno vést evidenci zaknihovaných cenných papírů v České republice.

Obchody s cennými papíry registrovanými k obchodování na BCPP jsou vypořádávány burzovním centrem pro vypořádání obchodů, zvaným UNIVYC, který má přímé spojení s SCP a clearingovým centrem ČNB. Terminály obchodníků s cennými papíry jsou automaticky napojeny na UNIVYC, což umožňuje vypořádání obchodů v režimu „zápis změny vlastnictví cenných papírů proti převodu finančních prostředků“ („delivery versus payment“ nebo též DVP), který chrání obchodníky a investory před rizikem protistrany.

Primární vypořádání při vydání emise dluhopisů má následující fáze: podpis smluv o zaevidování nové emise s SCP a UNIVYC, zaslání údajů o počtech vydávaných dluhopisů a jejich prvonabyvatelích administrátorovi emise, kontrola podkladů pro vypořádání Střediskem a UNIVYcem, platební instrukce a připsání dluhopisů na účty jejich majitelů.

Většina dluhopisů vydávaných na českém kapitálovém trhu je registrována k obchodování na jednom ze tří trhů pražské burzy, které se nazývají hlavní, vedlejší a volný trh. Tyto segmenty burzovního trhu se liší rozsahem a frekvencí zasílání informací, které musí emitent cenného papíru o sobě zveřejnit. Cílem těchto požadavků je splnění jedné ze základních podmínek existence efektivního trhu, totiž, aby všichni účastníci trhu dostávali informace potřebné k jejich investičním rozhodnutím v úplné podobě, včas a všichni současně.

³ Administrátor emise dluhopisů je finanční instituce zodpovědná za vypořádání plateb souvisejících s emisí. Při vydání dluhopisů přijímá platby kupní ceny dluhopisů od investorů, kterou v den emise převede na emitentův účet. Později má na starost především výplatu úrokových výnosů a jistiny majitelům dluhopisů.



BCPP upravuje podmínky pro poskytování údajů důležitých pro obchodování s cennými papíry dle aktuálních potřeb. Rozsah těchto informací je v současné době srovnatelný s informacemi požadovanými londýnskou burzou. Popis rozsahu a termínů poskytování informací emitenty cenných papírů pražské burze lze nalézt na internetové stránce www.pse.cz v sekci Legislativa/Burzovní předpisy/Podmínky přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu (podrobněji o právních a regulatorních aspektech nových emisí viz kapitola 4.).

2.4 Dluhopisové programy

Česká legislativa umožňuje založení emisních programů, v jejichž rámci je možné vydávat jednotlivé emise dluhopisů prostřednictvím zjednodušené procedury. Založení emisního programu se řídí téměř totožnými pravidly jako vydání jednotlivé emise. Program je povolován Komisí pro cenné papíry na základě obecné dokumentace skládající se z prospektu, smlouvy o programu, smlouvy o administraci a vzoru emisního dodatku. Je možné rovněž zažádat o přijetí emisí vydávaných v rámci programu k obchodování na BCPP.

Vydání jednotlivé emise, nazývané tranše, je potom možné po schválení emisního dodatku ze strany KCP a BCPP. Půvab tohoto postupu spočívá v tom, že emisní dodatek obsahuje ve většině případů pouze emisní podmínky vydávané emise a jeho schválení se uskutečňuje prostřednictvím jednodušších a zkrácených procedur. Obsáhlá kompletní dokumentace je připravena při založení programu a emitent poté plní své informační povinnosti v souladu se zákonem o cenných papírech a burzovními pravidly. Vydání jednotlivé tranše je pak mnohem snazší a emitent má možnost pružněji reagovat na změnu podmínek na kapitálovém trhu a využít je ve svůj prospěch. Založení emisního programu má však smysl pouze pro emitenty, kteří vydávají dluhopisy opakovaně.

2.5 Proces vydání emise dluhopisů

Následující popis přípravy a vydání emise dluhopisů je rozveden pro emisi registrovanou na veřejném trhu (např. BCPP nebo jiný veřejný trh) a umístěnou formou veřejné nabídky investorům. Tento způsob vydávání cenných papírů je na českém trhu používán nejčastěji, neboť poskytuje možnost oslovit všechny typy investorů bez omezení. Z veřejné nabídky i registrace emise na veřejném trhu vyplývá určitý typ regulace a tedy i nutné kroky při přípravě emise. Tento postup je v některých případech možné zjednodušit, pokud investoři nepožadují registraci na veřejném trhu. Dalším zjednodušením je možnost umístit dluhopisy pouze omezenému okruhu investorů (tzv. private placement). V těchto speciálních případech je možné některé z dále uvedených kroků vynechat, zjednodušit proces získání povolení k vydání emise, případně použít jednodušší dokumentaci. Postup pro vydání emise neregistrované na veřejném trhu, případně nabídnuté jen omezenému okruhu investorů zde však nebudeme podrobně popisovat a dále se budeme věnovat pouze nejčastějšímu případu – vydání emise dluhopisů registrované na veřejném trhu

2.5.1 Identifikace potřeb financování

Potřeba financování je pro každou společnost rozdílná a vždy záleží na konkrétních podmínkách a jejich vyhodnocení ze strany finančního ředitele či ředitele pro financování. Je zároveň dobré zavést otevřený dialog s bankou a probrat všechny možnosti – většina významných bank má dnes tým odborníků, kteří jsou schopni rychle a efektivně v této otázce poradit.

O vydání dluhopisů by měla uvažovat společnost, která má:

- dlouhodobá aktiva, která je třeba financovat dlouhodobými pasivy (od objemu 1-2 miliardy Kč výše);
- relativně stabilní a předpověditelné cash-flow;
- relativně stabilní potřebu dlouhodobých pasiv po plánované období;
- rating od S&P nebo Moody's (nebo možnost tento rating získat) v investiční kategorii, případně je schopná získat garanci od nějaké společnosti s takovýmto ratingem (např. od mateřské společnosti). V některých případech se lze obejít bez externího ratingu, pak je ale nutná všeobecná známost dané společnosti a obecně akceptovaná důvěra v její sílu. I u společnosti bez ratingu si trh odhadne, jaký by daná společnost měla rating v případě, že by se nechala ohodnotit (tzv. implicitní rating);
- snahu diverzifikovat zdroje svého financování;
- potřebu získat velké množství prostředků v krátkém čase;
- potřebu zajistit si velmi dlouhou dobu splatnosti svého dluhu (a snížit tak např. refinanční riziko);
- potřebu vybudovat si pro sebe tzv. benchmark (etalon, od jehož ceny se bude odvíjet cena budoucího financování);
- potřebu zvýšit si publicitu a prestiž.

2.5.2 Návrh struktury emise

Společnost, která se rozhodne vydat dluhopisy, si nejprve musí ujednotit své představy o struktuře své finanční situace. Po analýze svého cash-flow, aktiv, pasiv apod. se pokusí najít odpověď (často prostřednictvím konzultací s bankami, se kterými udržuje obchodní styky) na následující:



- velikost emise (obvykle od 1-2 miliard Kč výše);
- doba splatnosti (obvykle 3-10 let);
- měna (CZK, EUR, USD);
- umístění (domácí dluhopis vs. eurobond);
- určení týmu lidí, kteří se na vydání dluhopisů budou podílet;
- kritéria pro hodnocení nabídek bank – obvykle se jedná o nastavení vah pro celkovou cenu emise, o strategii umístění dluhopisu, reference banky a její zkušenosti, hodnocení stávající spolupráce s ní, míra závaznosti předkládané nabídky, případně podmínky a předpoklady omezující její platnost.

Smyslem této činnosti je nejen ujasnění nejuvhodnější struktury budoucího financování, ale i návrh kritérií a jejich vah pro pozdější vyhodnocení předložených nabídek. Měla by být objektivně zohledněna všechna kvantitativní i kvalitativní kritéria.

2.5.3 Výzva k podání nabídky financování

Výzvu k podání nabídky financování zašle budoucí emitent skupině vytipovaných obchodníků s cennými papíry (stávající financující banky, banky s renomé v oblasti vydávání dluhopisů, apod., viz jejich seznam v příloze). Jedná se o dokument, kde se společnost krátce představí a popíše své plány a záměry. Zároveň požádá obchodníky s cennými papíry (banky) o předložení nabídky na roli aranžéra emise. Je vhodné vyžádat si nabídku v předem definované struktuře:

- popis situace na trhu;
- strategie umístění na trh (načasování, marketing, okruh cílených investorů, způsob umístění);
- celková cena v členění – výše kupónu (úroků), typ referenčního nástroje pro stanovení výnosu dluhopisů (např. výnos vládních dluhopisů nebo sazba úrokového swapu), aktuální výnos referenčního nástroje, riziková přírážka nad hodnotou referenčního nástroje, celkový výnos pro investory (např. v porovnání se 6M PRIBOREM/LIBOREM), emisní cena (uváděna jako procento z jmenovité hodnoty dluhopisu), celkový výnos do splatnosti, výše odměny aranžéra, odhadované transakční náklady, celkový výnos, celková cena financování po započtení všech nákladů vyjádřená jako riziková přírážka nad hodnotou referenčního nástroje;
- míra závaznosti předkládané nabídky, případně podmínky a předpoklady omezující její platnost;

- představa potenciálního aranžéra o struktuře dokumentace;
- návrh harmonogramu přípravy emise;
- reference a zkušenosti.

Na závěr je vhodné určit termín pro předložení nabídky a kontaktní osoby ve společnosti, které mohou odpovédět případné dotazy a nejasnosti.

Zároveň je možné požádat obchodníky s cennými papíry (banky) o vypracování několika alternativ (např. pro 5 nebo 7 letou splatnost, pro domácí emisi v CZK nebo zahraniční v EUR, pro fixní nebo plovoucí kurz). Je dobré si zároveň uvědomit, že cílem je nalézt optimální, tzn. pro dané potřeby co nejlevnější zdroj financování. Dnešní svět moderních financí nabízí prostřednictvím derivátů (měnových, úrokových) velkou možnost přizpůsobit si získanou formu financování na svou konečnou potřebu. Emitent například může preferovat dluhopis s fixními úroky, avšak situace na trhu může být taková, že kvůli očekávanému nárůstu úrokových sazeb bude u fixní sazby náklad financování o 0,10 % p.a. vyšší než u plovoucí sazby (přičemž momentální náklady na úrokový swap budou např. 0,05 % p.a.). V takovém případě se společnosti vyplatí emitovat dluhopisy s plovoucí sazbou a převést si proměnné úrokové platby na fixní prostřednictvím úrokového swapu uzavřeného mimo dluhopisový trh například s aranžérem emise nebo s některou z bank, se kterou má potenciální emitent obchodní vztahy.

V případě, že se na danou společnost vztahuje nutnost vyhlášení veřejné soutěže (dle zák. 199/1994 Sb.), pak nastane ještě nutnost uvést výzvu na podání nabídky financování do souladu se zákonem o zadávání veřejných zakázek. Tento zákon je však na vydávání dluhopisů velmi nevhodný, naplnění podmínek zákona a zajištění dostatečné přidané hodnoty a informovanosti o nabídce financování není totiž vůbec snadné.

2.5.4 Nabídky od potenciálních aranžérů

Po uplynutí termínu pro předložení nabídky se obvykle sejde několik nabídek od různých obchodníků s cennými papíry (bank) – je překvapivé, ale velmi časté, že většina nabídek přijde skutečně až na poslední chvíli. Po převzetí nastoupí poněkud úmorné čtení všech nabídek a jejich hodnocení podle jednotných kritérií. Budoucí emitent zde zúročí své úsilí, které věnoval návrhu požadované struktury nabídek pro účely výzvy potenciálním aranžérům emise. V případě jakékoliv nejasnosti je vhodné kontaktovat obchodníka s cennými papíry (banku) a nechat si nejasnou pasáž vysvětlit – ti mají totiž obdivuhodnou schopnost vytvořit i v rámci jednoduché struktury velké množství variant, kombinací a podkombinací. Ze způsobu členění, argumentace apod. je obvykle možné získat první pocit, který obchodník s cennými papíry (banka) se na danou transakci hodí více a má pro ni lepší předpoklady.



V případě, že potenciální emitent má s danou problematikou velmi malé zkušenosti, je možné požádat o spolupráci a pomoc externího poradce. Tato volba má však svá úskalí, neboť kvalitní a renomovaný poradce bývá drahý a příliš levný poradce nemusí být dostatečně kvalifikovaný a může mít navíc svojí vlastní agendu, kde hrozí střet zájmů. Není proto nic špatného na tom, když se potenciální emitent spolehně na bližší spolupráci s některými obchodníky s cennými papíry (bankami), kteří předložili nabídku, a na zdravý selský rozum.

U některých větších nebo komplikovanějších projektů bývá rozhodování dvoukolové. Nejprve se vytvoří zúžený okruh obchodníků s cennými papíry (bank) („shortlist“), kteří jsou pak pozváni na ústní prezentace a vlastní výběr probíhá až z tohoto zúženého seznamu po ústních prezentacích.

2.5.5 Výběr aranžéra /aranžérů a poradců

Výsledkem hodnocení nabídek je sestavení pořadí obchodníků s cennými papíry (bank) podle kritérií a jejich vah stanovených během návrhu struktury emise. Snahou je zohlednit co nejvíce veškerá kvantitativní i kvalitativní kritéria. Po sestavení pořadí se obvykle sejde představenstvo nebo skupina zplnomocněných zástupců budoucího emitenta a vybere aranžéra (nebo skupinu aranžérů, pokud společnou nabídku podalo několik obchodníků s cennými papíry (bank)) podle daného pořadí.

Je zároveň vhodné vybrat si právního poradce (externí právní firmu) pro přípravu dokumentace a naplánovat jednání s auditorem, který bude investorům vystavovat posudek týkající se finančních údajů o emitentovi, které budou použity v dokumentaci.

2.5.6 Mandátní smlouva

Mandátní smlouva pověřuje obchodníka s cennými papíry (banku) vydáním dluhopisů. Obsahuje jeho závazek k jisté činnosti a zároveň popisuje situaci, kdy se může svého závazku zříci. Obvyklé jsou rovněž klauzule o závazcích emitenta (poskytovat informace, poskytovat součinnost, nevydávat jiné dluhové instrumenty, apod.). Často je také přiložena doložka o důvěrnosti a odškodnění, případně poplatky za odstoupení od smlouvy. Součástí mandátní smlouvy jsou i veškeré komerční podmínky.

Podepsání mandátní smlouvy je považováno za vznik skutečného a vážně míněného závazku na obou stranách. Návrh mandátního dopisu obvykle předloží obchodník s cennými papíry (banka) podle standardů obvyklých na trhu a jeho text se pak dále dojednává za účasti podnikových nebo externích právníků. Jednání někdy bývají ostrá – předejde se tím však jakýmkoliv dalším nedorozuměním.

2.5.7 Upřesnění struktury emise

Druhá fáze návrhu struktury emise je podstatně konkrétnější než první fáze a probíhá ve spolupráci emitenta a vybraného aranžéra. Dochází k přesnému určení vzájemných představ ohledně struktury plánované emise ve všech jejích bodech a to z pohledu emitenta i aranžéra.

Dochází zde rovněž k přesnému naplánování časového harmonogramu jednotlivých návazných kroků, rozdělení úkolů (pro emitenta, aranžéra, právního poradce, auditora, atd.). Zároveň dochází k principiální dohodě na marketingu, zveřejnění analýzy (tzv. research), road-show (prezentace investorům) apod. Jednotlivci v týmu lidí na každé straně se začínají věnovat specifickým úkolům a celý pracovní proces se dává do pohybu.

V této souvislosti je možná vhodné popsat, jak obvykle vypadá tým lidí z banky, kteří na transakci pracují: celkovou odpovědnost za klienta má „Relationship Manager“, který zajišťuje kontakt s klientem, plánuje strategii banky a zajišťuje koordinaci mezi jednotlivými produktovými složkami banky. Relationship Manager zná nejlépe klienta a jeho potřeby. Z produktového hlediska řídí celý proces člověk z oddělení „Origination“. Je zodpovědný zejména za hladký průběh celého procesu, je neaktivnější v počátcích celého procesu, kdy se dává celá transakce dohromady. Vlastní komunikaci s investory pak zajišťují pracovníci oddělení „Distribution“ nebo též „Syndication“. Jedná se většinou o obchodníky, kteří mají jako hlavní náplň své práce prodat danou emisi dluhopisů a poskytovat klientům informace o vývoji na trhu.

Na přípravě emise se dále podílejí interní právníci aranžéra a další podpůrný personál zajišťující funkce administrátora a public relations. Výše uvedené členění se může měnit v závislosti na vnitřní struktuře jednotlivých obchodníků s cennými papíry (bank). U některých investičních bank například dochází často ke kombinaci odpovědností (např. je spojena funkce Relationship Managera a Origination).

2.5.8 Due diligence (hloubková prověrka)

Dnes už celkem běžně v odborném tisku používané označení due diligence znamená právní a finanční prověrku budoucího emitenta nebo projektu. V případě emise dluhopisů jde o zjištění údajů o finanční situaci emitenta, jeho výrobní a obchodní činnosti a právním kontextu jeho podnikání. Organizátorem procesu je aranžér emise jako osoba morálně zodpovědná investorům za úplnost a pravdivost informací zahrnutých v prospektu. Právní zodpovědnost za tyto údaje má vedení společnosti.

Podklady pro due diligence a způsob jejího provedení jsou obvykle upřesněny aranžérem emise po udělení mandátu. Rozsah procesu a okruh zúčastněných je závislý na typu transakce a znalosti údajů o emitentovi jak ze strany aranžéra, tak ze strany investorské komunity. Emitenti, kteří opakovaně a často vydávají cenné papíry a pravidelně zveřejňují údaje o svém hospodaření, mohou počítat se zjednodušením této části přípravy emise.



2.5.9 Příprava dokumentace

Dokumentace k emisi dluhopisů na českém trhu se skládá z mandátní smlouvy, prospektu cenného papíru, smlouvy o úpisu emise, smlouvy mezi manažery, smlouvy o administraci, smluv o zaknihování cenných papírů (SCP a UNIVYC) a různých žádostí (KCP, BCPP, SCP, UNIVYC). Návrh znění dokumentace je úkolem právního poradce aranžéra, právníci emitenta (ať už interní nebo externí) spolu s emitentem návrhy komentují. Pro efektivní a hladkou přípravu dokumentace je nezbytná oboustranná důvěra emitenta a aranžéra. Je třeba vidět, že v okamžiku nabídky dluhopisů na trhu je aranžér agentem emitenta a obě strany mají společný zájem. Kvalitní dokumentace je jednou z podmínek k úspěšnému vydání emise.

Některé části právní dokumentace k emisi cenných papírů obsahují obecná ustanovení nebo řešení hypotetických situací v budoucnu způsobem, který by byl pro emitenta obtížně přijatelný v případě běžných obchodních vztahů. Je to způsobeno tím, že povaha vztahu emitent – investoři není jednoduše bilaterální. V případě řešení neočekávaných situací musí být práva všech rozptýlených investorů ošetřena identicky a současně je vyjednávací pozice investorů vůči emitentovi díky jejich množství obtížnější než v jednoduchém bilaterálním vztahu dlužník – věřitel. Z tohoto důvodu je celá řada situací v emisních podmínkách dluhopisů upravena obecně a předem. Aby byla úroveň závazků mezi dluhopisy různých emisí a různých emitentů porovnatelná, celá řada ustanovení emisních podmínek (typicky podmínky výplaty úroků, nebo statut závazku emitenta) se i na českém kapitálovém trhu s jeho desetiletou historií postupně standardizovala. Každý požadavek na změnu těchto standardů by měl být dobře zdůvodněn.

2.5.10 Marketing před zahájením nabídky emise

V této fázi dochází k prvním nezávazným kontaktům s potenciálními investory. V rámci své každodenní aktivity (např. při obchodování stávajících dluhopisů na sekundárním trhu) je aranžér v častém kontaktu s investory. Během tohoto kontaktu začne aranžér sondovat zájem trhu o jméno daného emitenta, ptá se investorů na indikativní cenu, za jakou by o daný dluhopis měli zájem, apod. Cílem je podnitit zájem investorů a připravit trh na novou emisi.

Díky této neformální diskusi s trhem získá aranžér na základě svých zkušeností již poměrně přesnou představu o ceně (resp. výnosu), za jakou by bylo možné emisi vydat. Zároveň si dotváří představu o vhodných typech investorů, které později formálně osloví při zahájení nabídky cenných papírů.

2.5.11 Návrh ceny

Po průzkumu trhu mají aranžér i emitent představu, jaký zájem o nové dluhopisy mohou očekávat, kteří investoři mají zájem, případně vědí, jaké důvody vedly některé inves-

tory k negativnímu náhledu. Velmi důležité je v této fázi odhadnout objem dluhopisů, který si jednotliví investoři mají v úmyslu koupit a jaký výnos za to budou požadovat. Pokud je výsledek porovnání předpokládaných upsaných objemů s požadovaným maximálním výnosem pro emitenta přijatelný, je možné stanovit předběžné ocenění emise, tedy úrokovou přírážku nad zvoleným referenčním instrumentem (vládní dluhopis, úrokový swap nebo PRIBOR/EURIBOR) reflektující vnímání emitentova kreditního rizika investory (viz subkap. 2.1). Část výnosu pro aranžéry emise, kteří zajišťují distribuci dluhopisů koncovým investorům, je emitentem poskytnuta ve formě slevy na kupní ceně dluhopisů. Tato sleva nazývaná odměna pro aranžéry emise je kompenzací za práci aranžérů při rozprodeji dluhopisů. Odměna pro aranžéry je z pohledu emitenta součástí nákladů financování. Proto je nutné její výši určit spolu s návrhem kreditní marže tak, aby výše celkových nákladů byla v souladu s přáním emitenta a aby výnos dluhopisů zaujal investory.

Pokud by hrozilo, že o emisi bude malý zájem, nebo pokud by byl výnos požadovaný investory vyšší než je emitent připraven akceptovat, aranžér emise navrhne emitentovi alternativní řešení. Záleží na konkrétních okolnostech a důvodech, zda je řešením úprava podmínek emise, změna splatnosti dluhopisů, zvýšení výnosu a odměn, nebo odložení emise na příhodnější dobu.

2.5.12 Zahájení nabídky cenných papírů

Zahájení nabídky (slangově se někdy říká launch emise) je nejdůležitějším okamžikem celé emise a musí být pečlivě připraveno a dobře načasováno. Nazývá se tak okamžik, kdy po odsouhlasení finančních parametrů emitentem aranžér poprvé zveřejní nejdůležitější údaje o emisi a vyzve investory k nákupu nových cenných papírů. Oznámení se obvykle uskutečňuje prostřednictvím finančních informačních sítí jakou jsou Reuters nebo Bloomberg a následuje rozeslání informací hlavním investorům. Zvací dokumentace obsahuje základní údaje o emisi, předběžný prospekt cenného papíru a harmonogram emise, který stanoví termín uzávěrky přijímání nabídek, datum k odevzdání připomínek k právní dokumentaci a předpokládané datum emise. Podle zákona o cenných papírech musí být zvací dokumentace pro domácí emisi předem odsouhlasena Komisí pro cenné papíry (blíže viz kap. 4.). Investoři si prostudují předložené materiály a zkonzultují své případné dotazy s aranžérem emise. Záleží na typu investora a jeho interních pravidlech, jaká schválení musejí před podáním své nabídky získat, nejčastěji je to souhlas úvěrového nebo investičního výboru. Po získání těchto schválení investoři zasílají aranžérovi své nabídky, ve kterých specifikují, jaký objem nově vydávaných dluhopisů mají v úmyslu nakoupit. Jejich zájem upsat větší počet dluhopisů je možné podpořit strukturou odměny pro aranžéry, která je stanovena v závislosti na upsaném objemu, například při upsání dluhopisů do objemu 250 milionů Kč dostane aranžér odměnu (slevu na pořizovací ceně) 0,15 % z objemu nakupovaných dluhopisů. Při objemu nad 250 milionů Kč tato odměna může být 0,25 %.



2.5.13 Syndikace, distribuce

Aranžér k datu uzávěrky přijímání nabídek shromáždí nabídky od investorů a jejich rozřazením získá informaci o objemu dluhopisů, který je možné investorům prodat. Obchodníci s cennými papíry (banky), kteří si nakupují dluhopisy pro další prodej svým klientům, tvoří syndikát pro upsání emise. Aranžér je vedoucím této skupiny a jejím jménem vyjedná s emitentem znění smlouvy o úpisu dluhopisů. Členové syndikátu mezi sebou ještě podepíší smlouvu mezi aranžéry. Ta stanoví, že po určitou dobu (několik hodin až několik dnů) od uskutečnění emise nesmí být dluhopisy na trhu nabízeny pod předem danou minimální hodnotu. Toto opatření slouží ke stabilizaci ceny nové emise, ustálení počáteční tržní hodnoty a k ochraně koncových investorů, ke kterým se nové dluhopisy postupně od upisovatelů emise dostávají. To poněkud omezuje výnos, kterého upisovatelé obchodováním mohou dosáhnout, ale právě k tomu slouží upisovací odměna, aby kompenzovala toto omezení a odměnila úsilí členů syndikátu při primární distribuci.

Část emise je ještě před vlastním vydáním distribuována koncovým investorům. Tato část obchodování, při které dochází k alokaci prostředků investorů, se nazývá primární trh. Je zájmem emitenta i aranžéra, aby okruh koncových investorů byl co nejširší, neboť dobrá distribuce spolu s dostatečnou likviditou dluhopisů na trhu jsou zárukou čilého obchodování s nimi po vydání emise. Právě dostatečný počet protistran prodávajících a kupujících nové dluhopisy umožňuje rozšíření emise po trhu a stabilizaci její ceny na obecně přijímané tržní hodnotě. Důležitým momentem je rovněž zastoupení nejvýznamnějších obchodníků s cennými papíry v syndikátu upisovatelů. Přítomnost těchto obchodníků zaručuje dostatečnou likviditu emise i po jejím vydání.

Cena úspěšné a dobře oceněné emise by se měla (za předpokladu konstantních podmínek na trhu) po datu vydání lehce zvýšit nad emisní cenu, neboť to signalizuje stálý zájem o nové cenné papíry. Prudký propad tržní ceny je ztrátou pro investory, prudké zhodnocení emise znamená, že emise byla na trhu nabízena příliš levně (nízká emisní cena, vysoká upisovací odměna nebo vysoká kreditní marže a úrokový výnos). Při správném ocenění by takové zhodnocení bývalo mohlo být využito ve prospěch emitenta pro snížení nákladů na financování. Na tomto místě je třeba připomenout, že tyto úvahy platí, pokud během sledovaného období nedošlo k takové změně tržních podmínek, které mohly mít vliv na cenu emise – náhlá změna úrokových sazeb, intervence centrální banky na měnovém trhu, nabídka podobného typu dluhopisů na trhu nebo zveřejnění negativních zpráv o emitentovi či oboru jeho činnosti.

2.5.14 Podpis dokumentace

Dokumentace k emisi je připravena aranžérem ve spolupráci s emitentem a právníky obou stran již před zahájením nabídky dluhopisů na trhu. Teprve po vytvoření syndikátu však emitent a aranžér mají další nezbytné protistrany příslušných smluv, tedy upisovatele emise. Ti se zúčastní závěrečné fáze přípravy dokumentace, kdy po prostudo-

vání příslušných smluv zasílají své připomínky k nim aranžérovi a jeho právnímu poradci. Opět je dobré poznamenat, že dokumentace připravená právní firmou se zkušenostmi s emisemi dluhopisů je natolik standardní, že připomínky upisovatelů je možné vyřídit během několika dnů.

Po dokončení dokumentace je to obvykle právní zástupce aranžéra, který zorganizuje podepsání smluv emitentem, upisovateli a administrátorem emise, zkontroluje právoplatnost všech podpisů a vyžádá si od protistran všechny potřebné dokumenty jako jsou plné moci, výpisy z obchodních rejstříků a různá prohlášení a potvrzení. Dokumentace je dokončena kontrolou splnění odkládacích podmínek smluv, kterou provede opět právní zástupce aranžéra. Odkládací podmínky smlouvy většinou zahrnují provedení úkonů formálního a administrativního rázu jako jsou vzájemná doručení právních listin, dokladů a potvrzení mezi smluvními stranami a platby odměn a poplatků emitentem. Jsou-li odkládací podmínky splněny, jsou podepsané smlouvy platné a účinné a je možné přikročit k zaevidování emise a jejímu primárnímu vypořádání.

2.5.15 Zaevidování emise a primární vypořádání

Zaevidování emise se v případě zaknihovaných dluhopisů vydaných v České republice provádí ve Středisku cenných papírů (dále jen SCP). Administrátor na základě plné moci od emitenta požádá SCP o založení registru cenného papíru a po splnění odkládacích podmínek poskytne SCP a UNIVYCu podklady pro připsání dluhopisů na účty prvo-nabyvatelů. UNIVYC provede spárování nově evidovaných dluhopisů s platbami od prvo-nabyvatelů, čímž zabezpečí připsání dluhopisů pouze na účty těch majitelů, kteří zaplatili kupní cenu. V podkladech pro vypořádání emise je uvedeno i číslo účtu, na které si emitent přeje obdržet výtěžek emise.

Podklady pro vypořádání emise jsou smluvními stranami poskytnuty při podpisu právní dokumentace a jsou do SCP a UNIVYC dodány v předstihu. To umožní, aby převod prostředků od investorů k emitentovi i připsání dluhopisů na účty investorů v SCP byly provedeny v jeden a týž den, který je dnem emise dluhopisů.

2.5.16 Uvedení emise dluhopisů na burzu

Uvedení dluhopisů na některý ze tří trhů BCPP je důležitou součástí celého procesu vydávání. Přítomnost dluhopisů na burze zaručuje existenci platformy pro obchodování a efektivní fungování trhu. Někteří investoři (tzv. regulovaní investoři) jsou navíc zákonem nebo svými vnitřními pravidly omezeni tak, že smějí nabývat pouze cenné papíry registrované (kotované) na některém z burzovních trhů. Z tohoto důvodu je naprostá většina emisí v současnosti registrována na hlavním, vedlejším nebo volném trhu BCPP.

Uvedení emise na burzu je úkolem kotečního agenta, tuto roli většinou vykonává aranžér emise. Podmínky pro přijetí jsou podrobně uvedeny v příslušném burzovním



předpisu (www.pse.cz, sekce Legislativa/Burzovní předpisy/Podmínky přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu) a jsou až na malé odchylky totožné s požadavky zákona o cenných papírech. Navíc je třeba doložit povolení k vydání emise a k jejímu obchodování na veřejném trhu, které uděluje Komise pro cenné papíry, doklad o udělení registračního kódu emise ISIN a doklad o zaevidování emise v SCP. Kotační agent rovněž vystavuje ve prospěch emitenta Prohlášení o ověření prospektu. Kotační agent předkládá žádost o přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu Kotačnímu výboru BCPP a tuto žádost na zasedání výboru rovněž prezentuje a odpovídá zde na případné dotazy členů výboru. Kotační výbor rozhoduje o přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu hlasováním (blíže viz kap. 4.).

Burza cenných papírů vychází vstříc požadavkům investorů a umožňuje podat žádost o uvedení emise na burzu ještě před datem emise. Rozhodnutí Kotačního výboru o přijetí emise je v takovém případě podmíněné a emisi je možné obchodovat na BCPP až po předložení příslušných povolení od KCP a dokladů od SCP. Je nicméně velkou výhodou, že je možné uskutečnit přijetí emise na burzu k datu emise dluhopisů. I regulování investoři tak mají možnost nabývat dluhopisy už od samého počátku. Rozšíření investorské báze je výhodou i pro emitenta, neboť vyšší poptávka po jeho dluhopisech znamená nižší cenu financování.

2.5.17 Obchodování s dluhopisy

Obchodování s dluhopisy je samostatným tématem, který zdánlivě s vydáním cenných papírů a financováním jeho prostřednictvím příliš nesouvisí. Není tomu tak.

Likvidní a efektivně fungující trh má tu výhodu, že cena dluhopisů je určena nabídkou a poptávkou v daném okamžiku a dostupnými informacemi o emitentovi, výsledcích jeho hospodaření a vývoji v oboru jeho činnosti. Emitent má tak možnost svou výrobní či obchodní činností ovlivnit cenu dluhopisu a tím i jeho výnos. Existence referenčního ohodnocení kreditního rizika emitenta je velkou výhodou při vyjednávání o dalším financování. Emitent má jistotu, že kreditní přírážka je stanovena objektivně mechanismem veřejného trhu a ví, kolik bude muset zaplatit za případné nové financování. Přítomnost dluhopisů na veřejném trhu znamená, že společnost má vynikající přístup ke zdrojům financování, čehož může úspěšně využít pro rozvoj své činnosti a expanzi.

2.5.18 Informační povinnost emitenta cenného papíru

Je-li emise dluhopisů obchodována na veřejném trhu, je emitent povinen dle zákona č. 591/1992 Sb. o cenných papírech předložit organizátorovi veřejného trhu veškeré informace potřebné k ochraně investorů nebo k zajištění hladkého fungování trhu a podle požadavku organizátora veřejného trhu tyto informace zveřejnit. Rozsah a způsob zveřejnění je upraven v § 80a, § 80b, § 80c zákona o cenných papírech a dále v předpisu upravujícím přijetí cenných papírů k obchodování na BCPP (blíže viz kap. 4.).



Kapitola 3.

3. Uvedení společnosti na burzovní trhy – primární emise akcií

Primární emise akcií (Initial Public Offering – IPO) byla na vyspělých trzích po dlouhých desetiletích důležitým finančním zdrojem pro další růst společnosti, známkou její stability a důvěryhodnosti podnikání. IPO a jednotlivé akce společnosti s tím spojené byly vždy široce marketingově využitelné.

Růstový obchodní plán, vývoj a nasazení nových produktů, vstup na nové trhy, upevnění pozice v odvětví, akvizice konkurenčních společností a další investice do výroby jsou právě ty výzvy pro vlastníky firem a manažerské týmy, které byly často s IPO spojovány. Avšak přemrštěné nadšení portfoliových investorů z rychlých úspěchů firem „nových technologií“ (Internet, software, počítačové komponenty, komunikace) v 90. letech dvacátého století, nízká počáteční kapitálová vybavenost, vykazování pozitivních výsledků za každou cenu a rychlé inovační změny v odvětví vedly k vážným hospodářským problémům těchto firem na počátku nového tisíciletí, což téměř usmrtilo kapitálový trh ve vztahu k novým emisím. Bublina „nových technologií“ splaskla a na kapitálový trh měly dopadnout další neblahé události – teroristické útoky z 11. září 2001, válečné konflikty, nemoc SARS. Všechny vyvolaly negativní reakce v mnoha odvětvích. Závažné zkrusování účetních výsledků a „dočasné odkládání“ problémových aktiv do jiných společností bez informování trhu a akcionářů, to byly problémy z poslední doby, kterými velké korporace ničily nadšení investorů a oddalovaly zotavení veřejných kapitálových trhů.

Očekávaná reakce veřejných kapitálových trhů, příslušných regulačních orgánů a celé komunity investorů pravděpodobně položila základ pro nový vývoj. Úspěch při IPO však čeká jen na velmi dobře připravené kandidáty. Záleží nejen na realitě a přesvědčivosti podnikatelského záměru a s tím spojené atraktivnosti „investičního příběhu“ pro cílové portfoliové investory, ale též na připravenosti společnosti po stránce komunikační otevřenosti. Transparentnost v poskytování informací a rychlá komunikace jsou tím klíčem, který otevírá bránu k úspěchu a buduje náklonnost všech účastníků kapitálového trhu. Pozitivní hospodářské výsledky společnosti a kladně vnímaný vývoj v odvětví jsou základní faktory, které vedou k úspěchu. Vstupu do nové etapy dlouhodobého posilování konkurenční schopnosti firmy samozřejmě předchází úvodní strategické rozhodnutí majitelů a manažerů společnosti přibrat na tuto novou cestu portfoliové investory.

3.1 Motivy pro primární emisi akcií – IPO

Motivy pro primární emisi akcií mohou být různé a odlišné případ od případu. Motivem může být nedostatek kapitálu k další expanzi společnosti, kdy stávající akcionáři nemohou nebo banky již nejsou ochotny podstoupit další riziko a vložit peníze do růstových, ale finančně náročných projektů. Podněty k primární emisi akcií mohou přijít i od stávajících akcionářů,



obzvlášť fondů rizikového kapitálu, kteří hledají možnost realizace výnosu ze své investice. Záměrem společnosti může být i upevnění vztahu ke klíčovým zaměstnancům nabídkou akciových opcí společně s likvidním trhem, na kterém se pak mohou tyto akcie volně obchodovat. Za dostatečně významné pro rozhodnutí přistoupit k primární emisi akcií považují společnosti často i marketingové podněty. Konkurenční společnosti, které již jsou na burze kotované, bývají svými partnery v obchodním styku považovány za důvěryhodnější, což kandidáta vede ke stejnému rozhodnutí. Postupné dokumentování finanční stability a transparentnosti společnosti ve veřejných médiích posiluje její celkový profil.

3.2 Sebereflexe

Na počátku úvah o primární emisi akcií – o tomto pilíři financování společnosti – musí být sebereflexe, tj. řádné zhodnocení skutečně dlouhodobých cílů společnosti, možností jejích vlastníků, manažerského týmu, tržní pozice a konkurence, kvality produktu a produktového portfolia. Přísun nového kapitálu umožní změny, ale také mnoho dalších změn vyvolá:

- je na tyto změny vlastník připraven?
- jaké jsou jeho dlouhodobé cíle, jak silná je jeho vazba na společnost?
- je vlastník připraven na nutné změny ve stylu řízení tak, aby byl kompatibilní s nároky na veřejně obchodovanou společnost? Jsou osobní vazby mezi vlastníkem a manažerským týmem dostatečně silné?
- je vlastník skutečně připraven na důsledné průběžné informování veřejnosti o činnosti společnosti i na příslušné regulační restrikce s tím spojené?
- je vlastník připraven na to, že o společnosti budou spolurozhodovat noví akcionáři?

3.3 Jaké výhody IPO přináší

Většina společností uvažuje na samém počátku především o finančních efektech. Teprve později bývají mnohdy překvapeny daleko širšími pozitivními nefinančními efekty.

3.3.1 Finanční síla

Základní výhodou je volnost, s jakou lze používat nový akciový kapitál na dlouhodobé projekty bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním. Většinou bývá tato kapitálová injekce využívána k posílení růstu společnosti a k akvizicím dalších společností na domácím nebo zahraničním trhu. Pokud jsou růstové cíle společnosti skutečně reálně naplňovány, pak jsou z pohledu investorů chápány jako zdravý základ pro následná navýšení kapitálu.

3.3.2 Pozice společnosti na veřejnosti

Veřejně obchodované společnosti jsou mnohem intenzivněji sledované médii než ostatní soukromě vlastněné společnosti. Spolu s vlastní reklamou lze tuto synergii využít k propagaci produktu a získání dalších zákazníků či obchodních partnerů. Posilování firemního profilu i jednotlivých finančních ukazatelů může být v neposlední řadě důležité při sjednávání výhodnějších podmínek s bankovními a obchodními partnery. Již samo uskutečnění hloubkové účetní, právní i ekonomické prověrky („due diligence“) společnosti v průběhu přípravy IPO může mít pozitivní efekt při hodnocení rizikovitosti společnosti. Následná potřeba veřejné prezentace hospodářských výsledků vede obvykle k využívání účinnějších kontrolních a informačních mechanismů i ke zlepšení provozní výkonnosti.

3.3.3 Produktová diverzifikace a geografická expanze

Vhodným užitím nových zdrojů získaných primární emisí akcií může být i produktová diverzifikace nebo geografická expanze na nové trhy a rozložení rizika v odbytu vlastních produktů a služeb. Fúze a akvizice jsou často pro expandující společnosti životně důležité. Nabídka vlastních akcií pocházejících z primární emise nebo z dalšího navyšování akciového kapitálu pak bývá preferovanou formou pro platbu prodávajícímu subjektu. Tyto akciové swapy a křížová držení mají i některé další výhody.

3.3.4 Akcionáři, vedení společnosti a zaměstnanci

Vytvoření trhu pro volný nákup a prodej akcií společnosti jako důsledek primární emise akcií je pozitivní z mnoha dalších hledisek. Tím, že investoři, včetně stávajících vlastníků – někdy jsou to fondy rizikového kapitálu – drží akciové podíly, rozhodují o důvěře v podnikání společnosti. Programy akciových opcí pro manažery či zvýhodněné nabídky akcií manažerům a zaměstnancům podporují provázanost vedení společnosti i celého pracovního kolektivu s dlouhodobým úspěchem společnosti. Stávají se pak vhodným nástrojem personálního řízení. Tyto programy podporují společný zájem interních i externích akcionářů společnosti.

3.3.5 Nástupnictví

Rodinné nebo úzkým okruhem lidí vlastněné společnosti se mohou v průběhu existence dostat do problému s vyhledáním nástupce generálního ředitele – zakladatele společnosti. Vlastní životní dráha ostatních členů rodiny a komplikace s předáváním řízení mohou být pozitivně řešeny právě primární emisí akcií, to jest transformací soukromé na veřejně vlastněnou společnost, ve které jsou role vlastníka a profesionálního vedení firmy odděleny.

3.4 Jaké nevýhody či omezení mohou být s IPO spojeny

Proti uvedenému souhrnu některých základních výhod primární emise akcií stojí problémy, které lze považovat za jisté nevýhody či omezení.

3.4.1 Tržní výkyvy

Obecně bude podnikání společnosti po vstupu na veřejné kapitálové trhy mnohem podrobněji a kritičtěji sledováno. Na jedné straně budou stát akcionáři společnosti, jejichž různé reakce na hospodářské výsledky společnosti mohou mít vliv na kurz akcií. Na druhé straně pak stojí nerozhodnutí investoři, analytici, banky, obchodní partneři, konkurence a jiní, kteří výkonnost společnosti z mnoha důvodů sledují. Diskuze mezi nimi, zejména v období problémů v daném odvětví a v obdobích cyklických hospodářských výkyvů, je pak mnohem obtížnější. Dobrá výkonnost společnosti, obzvláště v kritických obdobích, se bohužel ne vždy promítne do adekvátní ceny akcie na burze. Vhodná prezentace hospodářských výsledků společnosti je proto holou nutností zejména ve vztahu k profesionálním investorům. Odliv investorského nadšení, k němuž může dojít, může způsobit vážné problémy celým segmentům akciového trhu nebo i veřejným akciovým trhům jako celku.

3.4.2 Riziko převzetí

Možnost růstu společnosti formou převzetí dalších společností se však může odehrát i v obrácené roli, kdy se společnost sama stane předmětem nákupu. Tato akce může mít i formu nepřátelského převzetí a často přitahuje i zájem médií.

3.4.3 Corporate Governance

Akcionáři veřejně obchodovaných společností budou požadovat adekvátní změny ve společnosti a její chování dle obecně sdílených pravidel pro správu a řízení společnosti (Corporate Governance). Společnost tak indikuje svůj zájem na budování důvěry ke všem akcionářům i k zainteresovaným stranám, zejména k vlastním zaměstnancům. Tato pravidla jsou obsažena v Kodexu správy a řízení společností založeném na Principech OECD, který publikovala Komise pro cenné papíry. Pokud tato pravidla Kodexu nebyla ve společnosti aplikována již před primární emisí akcií, pak je vhodné stanovit odpovídající harmonogram a uvést je do života v rámci transformace společnosti co nejdříve.

3.4.4 Uveřejňování informací

Vztahy k investorům (investor relations) budou od počátku veřejného obchodování základem pro marketing a podporu stability a růstu kurzu akcií. Společnost se mimoto bude muset podřídit regulatorním zvyklostem, zejména přesnému časování a obsahu zpráv

o hospodaření. Režim publikace ročních, pololetních, čtvrtletních a ad-hoc zpráv dle tuzemských a zejména mezinárodních účetních standardů může být pro některé společnosti nezvykle zatěžující a bude vyvolávat další přidružené náklady.

3.4.5 Náklady na primární emisí akcií

Nepřímé i přímé náklady spojené s primární emisí akcií, to jest s uvedením společnosti na veřejné kapitálové trhy, je pochopitelně vhodné zvažovat a poměřovat s jejími výhodami. To může hrát relativně větší roli pro menší a střední společnosti s ročním obrátem pod hranicí cca 1 mld. Kč. Pro tyto společnosti mohou náklady na IPO v rozvinutém kapitálovém trhu dosahovat až 10-12 % z objemu emise. S poklesem těchto nákladů mohou počítat pouze velké společnosti či vláda při privatizaci státních podílů, tj. společnosti často předem plně připravené v právní i účetní rovině, ve kterých je většinou i dlouhodobě řešen vztah k veřejnosti a investorům, např. v důsledku předchozích emisí dluhopisů či jiných cenných papírů. K jednorázovými nákladům na primární emisí akcií a všem nákladům spojeným s transformací společnosti je vhodné připočítat také trvalé náklady na intenzivní formu uveřejňování informací investorům a veřejnosti. Tyto náklady mohou být přirozeně vyšší při finančně náročnější formě publicity na zahraničních trzích.

3.5 Základní předpoklady pro přípravu primární emise akcií

3.5.1 Vývoj na trhu a dnešní/budoucí pozice společnosti

1. Společnost působí v atraktivním růstovém odvětví z aktuálního pohledu investorů, ve kterém dochází ke konsolidaci.
2. Společnost působí v celkově atraktivních právně-ekonomických podmínkách.
3. Společnost má atraktivní a dobře odlišitelné produkty a služby s možností ověřit si předchozí úspěch.
4. Společnost má přesvědčivě a jasně definované cíle a strategii.
5. Společnost má účelné a štíhlé podnikové struktury.

3.5.2 Reporting a finance

1. Společnost má implementovány mezinárodní účetní standardy (IAS).
2. Společnost má zavedeno čtvrtletní vykazování zpráv.
3. Společnost má profesionální plánovací, účetní a řídicí softwarové systémy.
4. Společnost má plně integrovaný obchodní plán (alespoň na 3 roky).
5. Společnost je připravena na profesionální vztahy k investorům.
6. Společnost má velikost obrátu alespoň 30 mil. EUR (>900 mil CZK; u nižších obrátů je nutno konzultovat atraktivnost projektu a perspektivu nárůstu).
7. Obrát společnosti roste nejméně o 20-50 % ročně (po dobu 3-5 let).
8. Společnost má širokou bázi zákazníků bez výrazných rizik.



9. Společnost má pozitivní Cash Flow (operační) a pozitivní hospodářský výsledek před odečtením úroků a daní (EBIT).
10. Společnost má vyjasněnou potřebu kapitálu do budoucna.

3.5.3 Vlastnická struktura a řízení

1. Stávající majitelé jsou připraveni se podělit o řízení společnosti.
2. Oddělení funkce vlastníka a profesionálního vedení nečiní problém.
3. Společnost se může spolehnout na zkušený a přesvědčivý manažerský tým.
4. Manažerský tým má již obsazeny všechny důležité funkce.
5. Rozhodovací procesy jsou rychlé a precizní.
6. Existuje také druhá (nižší) úroveň řízení.
7. Jsou nebo budou využívány systémy měření hodnoty společnosti pro akcionáře.

3.5.4 Prezentace společnosti

1. Společnosti nečiní problémy prezentovat se veřejně.
2. Vnější i vnitřní komunikace a prezentace jsou považovány za prioritu.
3. Budování image společnosti na veřejnosti je považováno za důležité.
4. Společnost bude mít zajištěn dostatek kapacity pro svou prezentaci na kapitálových trzích.
5. Zaměstnanci jsou rovněž přesvědčeni o pozitivním efektu komunikace.

3.5.5 Transakce primární emise akcií

1. Velikost transakce bude alespoň 20 mil. EUR (>600mil. CZK; z pohledu budoucí likvidity kritický nižší objem je možný jen za určitých okolností).
2. Společnost má přesvědčivý celkový „investiční příběh“ vhodný k zainvestování.
3. Stávající vlastníci nebudou prodávat žádný nebo jen malý podíl akcií (mimo rizikový kapitál).
4. Manažerský tým svůj případný podíl neprodává.
5. Výkonnost společnosti již je nebo bude podpořena systémy manažerských akcií.

3.6 Partneři pro přípravu primární emise akcií (IPO)

Rozhodnutí vstoupit do procesu přípravy transakce musí být doprovázeno výběrem vhodných partnerů. **Interní realizační tým** se bude opírat o expertizu níže uvedených partnerů:

3.6.1 Vedoucí aranžér emise

Výběr zkušeného vedoucího aranžéra (manažera) emise s individuálním a dlouhodobým přístupem k investorům by měl být jedním z nejdůležitějších rozhodnutí. Role vedoucího manažera emise se většinou zhostí silná regionální nebo mezinárodní

investiční banka v pozici obchodníka s cennými papíry za spolupráce s budoucími primárními upisovateli akcií. Vztahy vedoucího manažera a úvodních upisovatelů ke komunitě investorů a konkrétní doporučení analytiků mohou být zásadní pro vývoj kurzu akcií po jejich primární emisi. Stimulační odměna vyplácená vedoucímu manažerovi (distribučovaná poměrově i na skupinu upisovatelů) se obvykle pohybuje mezi 4-7 % objemu emise (tato odměna je již obsažena v dříve uvedených celkových nákladech emise).

3.6.2 Konzultant pro IPO (nepovinně)

Někdy se lze setkat se situací, kdy společnost angažuje nezávislého konzultanta. V některém ohledu se může stát mezičlánkem mezi vedením společnosti a vedoucím aranžérem. Pomocí může při výběru správného burzovního trhu, resp. při přípravě věcných a finančních dat a k popisu společnosti. Někdy se konzultant podílí jen na počáteční fázi, někdy provází celý proces přípravy. Je však vhodné se zamyslet nad opodstatněností těchto vícenákladů na emisi.

3.6.3 Právní poradci

Advokátní kancelář se specializací a zkušenostmi na kapitálových trzích je v přípravné fázi transakce i po jejím ukončení nepostradatelným partnerem vedoucího aranžéra. Nákladovou položkou však nebude jen odměna za služby tohoto právního poradce vedoucího aranžéra (právního poradce pro transakci), jelikož je zvykem, že na straně společnosti stojí mimoto vlastní právní zástupce, chránící pouze její vlastní zájmy v této transakci. Oba poradci však budou placeni potenciálním emitentem akcií.

Na akciových trzích je obvyklé, že emisní prospekt je sestavován u právního poradce emise za účasti specialistů vedoucího aranžéra. Je vhodné, aby právní poradce dohlížel během nabízení cenných papírů na veškerou, především však externí komunikaci s investory s cílem minimalizovat riziko právních sporů ohledně informací, které byly zahrnuty do textu emisního prospektu. Je také důležité, aby prospekt obsahoval příslušná prohlášení tak, aby se nedostal do kolize ani se zahraničním právem.

Právní poradce pro IPO kontroluje a dokumentuje veškerý právní rámec podnikání společnosti od jejího založení, včetně úkonů a činnosti statutárních orgánů a včetně všech klíčových obchodních smluv, tj. provádí tzv. právní prověrku (legal due diligence). Veškerá právní rizika musí být popsána a dokumentována v emisním prospektu.

Po předběžném rozhodnutí financovat společnost formou primární emise akcií bude určitá skupina firem v této rané fázi procházet transformací na akciovou společnost. Zkušený právní poradce bude schopen navrhnout a realizovat takové úkony, které již budou potřebným základem pro následnou transakci. Právní poradce bývá angažován i v některých úkolech, které je potřeba zajistit po úspěšném dokončení IPO.



3.6.4 Auditor a daňový konzultant

Auditor nejen ověřuje finanční výkazy využitě k sestavení emisního prospektu a ocenění akcie, ale podílí se současně na celkové finanční prověrce (financial due diligence). Výstupem tohoto zkoumání je tzv. „comfort-letter“, který je potřebný pro realizaci emise. Auditor se též podílí na transformaci výkazů z českých účetních standardů CAS do mezinárodních účetních standardů IAS, pokud toto výkaznictví společnost již nemá předem zajištěné.

3.6.5 Poradce pro vztahy k investorům a veřejnosti (investor relations, financial public relations)

Podle geografického rozsahu podnikání emitenta bude vhodné angažovat velikosti odpovídající renomované agentury. Vždy je výhodou, pokud má agentura předchozí zkušenost a reference ve finančním marketingu, jako jsou strategie komunikace s investory, příprava valných hromad či skupinových setkání s investory. Vedoucí aranžér často nabídne pomoc v počátečním budování těchto vztahů a letech následujících po emisi někdy i zajišťuje organizačně náročnější prezentace pro institucionální investory, zejména pokud jsou plánovány formou série prezentací v klíčových zahraničních finančních centrech.

3.7 Proces přípravy IPO

Již v průběhu krystalizace rozhodnutí přistoupit k primární emisi akcií vzniká dostatek možností k ověření některých počátečních úvah. Jistě bude možné nalézt dostatek zájmu na burze cenných papírů, u regulačních orgánů i u kteréhokoli z budoucích partnerů pro přípravu transakce. Renomované advokátní kanceláře zasvětili potenciálního kandidáta primární emise do základní osnovy celého procesu, upozorní ho předem na jeho chybné úvahy a představí své zkušenosti.

Všechny burzy cenných papírů chtějí získat atraktivní nové tituly a posilovat tak svoji pozici, a proto je jisté, že u nich lze nalézt pochopení i odbornou pomoc. S potenciálními vedoucími aranžéry lze již dlouho před jejich angažováním řešit otázky nejnvhodnějšího časování a rozsahu transakce na základě předběžného ocenění společnosti. Je jisté pochopitelné, že pověření ke skutečnému provedení transakce je budoucí vedoucí aranžér schopen přijmout až po seznámení se s hlavními rysy a finančními ukazateli obchodního plánu společnosti. Pro přijetí mandátu vedoucího aranžéra je klíčový podnikatelský záměr společnosti a jeho vlastní schopnost strukturovat společně se společností přesvědčivý „investiční příběh“.

V nedávné minulosti existovaly významné legislativní překážky, které IPO, známou v zahraniční praxi, na domácím kapitálovém trhu téměř znemožňovaly. Nízká atraktivnost, nečitelnost a vysoká nejistota celkového procesu v očích zahraničních investorů

významně paralyzovala dosavadní snahy a pokusy. Jednalo se zejména o regulační připustnost veřejné nabídky cenných papírů a obecně dlouhé schvalovací lhůty, délku dvojího zápisu do obchodního rejstříku s nejistotou jeho výsledku, problematiku vyloučení přednostního práva na úpis akcií a v neposlední řadě zákaz emitovat akcie pod nominální hodnotou. V této souvislosti přinesla novela zákona č. 501/2001 Sb., kterou se mění obchodní zákoník a jiné předpisy, několik změn směřujících k podpoře primárních emisí akcií. Tyto změny zjednodušily i harmonogram přípravy emise, který se však v některých aspektech stále ještě liší od zahraniční praxe (blíže viz kap. 4.).

V dalším textu budeme vycházet z předpokladu úspěšně dokončené transformace společnosti na akciovou, ověřeného zavedení mezinárodních účetních standardů a provedení nezbytných změn ve vedení a struktuře společnosti. Pečlivá příprava a dořešení všech těchto základních podmínek pro realizaci IPO může v některých společnostech trvat i 1-2 roky.

Dále budeme vycházet z předpokladu, že je v zájmu domácího kapitálové trhu nebo tuzemských emitentů realizovat první primární emise akcií na veřejný trh v podobě, která má největší šanci na úspěch a pokud možno nejméně problémový průběh. Proto si vymezení modelovou emisí, která bude mít následující znaky:

- emitentem bude již existující akciová společnost po případné transformaci ze společnosti s ručením omezeným;
- úpis proběhne s vyloučením přednostního práva stávajících akcionářů a nebudou rovněž uplatňována práva z prioritních a vyměnitelných dluhopisů, resp. nová emise nebude nabídnuta určitému zájemci;
- emise bude strukturována jako nabídka institucionálním investorům a obchodníkům s cennými papíry, při jejím schvalování však bude postupováno jako při schvalování veřejné nabídky;
- objem emise bude takový, aby celková očekávaná tržní kapitalizace byla předpokladem dostatečné likvidity;
- investoři splatí celý emisní kurz při úpisu a budou jim případně vydány poukázky na akcie (jako nový druh cenného papíru na doručitele) k dočasnému obchodování na mimoburzovním trhu;
- nebude počítáno s částečným pokrytím emisního kurzu z vlastních zdrojů společnosti.

3.8 Harmonogram a jednotlivé procesy

3.8.1 Fáze I

3.8.1.1 Angažování poradců

Vybraný potenciální vedoucí aranžér emise podepíše po interní fundamentální analýze se společností mandátní smlouvu, která bude upravovat jejich vztahy během období přípravy až do vyhodnocení první fáze marketingu, tj. do okamžiku podpisu dalších smluvních dokumentů. V mandátní smlouvě budou upraveny vzájemné vztahy, povinnosti a očekávání, dojde k předběžné definici výpočtu smluvní odměny při dokončení transakce a sjednány případné průběžné platby záloh zejména na úhradu vzniklých nákladů („retainer fee“). Tyto předběžné zálohy se většinou odečítají od závěrečné odměny.

Vedoucí aranžér zjistí při úvodní analýze potřebnou výši nového kapitálu a ověří si i vhodnost emitenta pro IPO, případně požádá o provedení ratingu. Vedoucí aranžér si dále se společností vyjasní strategii zaevidování akcií a jejich kotace na burze, výběru cílových trhů a způsobu umístění u koncových investorů. Vhodná burza cenných papírů a burzovní trh budou vybrány s ohledem na sídlo a celkovou koncepci podnikání, účinnost IPO jako vhodného způsobu reklamy, očekávanou poptávku a strukturu investorů. Pokud budeme vycházet z podobnosti regulatorních a dalších podmínek pro kotaci, pak důvodem pro některé kotace na zahraničních burzách mohou být dominantní aktivity a vztahy s dodavateli či odběrateli v zemi vybraného burzovního trhu či snaha směřovat do cílového trhu většinu dalších akvizic. Jistě je nutné zvážit i mnohé nevýhody s tím spojené, kterými jsou zejména zvýšené náklady.

Vedoucí aranžér bude asistovat společnosti s výběrem dalších poradců (pokud již někteří z nich nebyli angažováni v přípravné fázi) – renomovaného právního poradce, vhodného auditora (pokud je potřeba jeho změna a nebyla ještě provedena), daňového poradce, IR/PR agentury. Jsou stanoveny detailní instrukce pro všechny poradce, které jsou upraveny v samostatných smlouvách s každým z nich. Po vyjasnění těchto vztahů a časových možností je dohodnut detailní časový harmonogram.

3.8.1.2 Due diligence (hloubková prověrka)

Každý z partnerů včetně společnosti samotné si určí svůj tým, který bude součástí celkového transakčního týmu. Při prvním společném setkání (úvodní „kick-off meeting“) je vhodné zahájit přípravu příslušné hloubkové prověrky společnosti („due diligence“), která má tyto části:

1. Právní due diligence (zodpovědnost za přípravu má právní poradce).
2. Ekonomická due diligence (organizuje vedoucí aranžér).
3. Finanční a daňová due diligence (zajišťuje auditor).

Každý z poradců specifikuje svoje požadavky na dostupnost informací, příslušných dokumentů a finančních výkazů tak, aby zástupci společnosti mohli tyto informace shromáždit.

Lze dohodnout, že některé informace budou dostupné ke zpracování a opisům jen na určitém místě v rámci společnosti, v tzv. data room. Jiné dokumenty, zejména všechny dokumenty k provedení právní due diligence, budou archivovány u právního poradce. Včasná právní due diligence může ještě odhalit některé nedostatky v předchozí přípravě a umožnit tak dodatečné korekce.

Due diligence obecně je určena pouze pro interní použití jednotlivými stranami (se sjednaným závazkem mlčenlivosti) v rámci transakce. Její výsledky nebudou publikovány přímo, ale budou klíčovým podkladem pro sestavení nabídkové části prospektu, slouží k výčtu podstatných právních rizik v podnikání společnosti a v neposlední řadě k určení hodnoty společnosti jako základu pro stanovení nabídkové ceny.

3.8.1.3 Valná hromada

Co nejdříve svolaná valná hromada společnosti schvaluje celkový koncept primární emise akcií včetně jejího očekávaného objemu. V ideálním případě umožní vyloučit přednostní práva úpisu stávajících akcionářů a pověří představenstvo stanovením emisního kurzu a přesné specifikace objemu. Do 30 dnů od usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu je představenstvo povinno podat návrh na zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku. Pochopitelně bude v zájmu transakce co nejvíce zkrátit veškeré lhůty, které lze přímo ovlivnit. V dalším budeme vycházet z předpokladu, že příslušný soud zapíše usnesení valné hromady do obchodního rejstříku nejpozději do 2 měsíců ode dne podání.

3.8.2 Fáze II

3.8.2.1 Zahájení sestavování prospektu a jeho první návrh

Transakční tým vyhodnocuje první poznatky získané z due diligence a definuje problémové okruhy k dalšímu rozpracování. Takto získané podklady slouží právnímu poradci a vedoucímu aranžérovi k zahájení sestavování emisního prospektu dle předem dohodnuté osnovy. Všechny důležité oblasti budou současně konzultovány v rámci transakčního týmu a také s odpovědnými osobami uvnitř společnosti („drafting meetings“).

Povinné náležitosti prospektu jsou upraveny zvláštním předpisem – vyhláškou (blíže viz kap. 4.). Obecně však musí být všechny informace správné a úplné. Jakékoli pochybení v této věci může znamenat zamítnutí prospektu akcií Komisí pro cenné papíry, vyjádření nesouhlasu ze strany investorů, přerušení nabídky i v samém závěru a následně velké finanční ztráty v podobě zbytečně vynaložených nákladů na přípravu emise.



3.8.2.2 Žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu

Vedoucí aranžér a právní poradci připraví společně úvodní žádost o přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu, která bude doručena organizátorovi veřejného trhu, v naší modelové emisi Burze cenných papírů Praha, a. s. Emitent by měl v žádosti vymezit použití poukázek na akcie a předložit harmonogram emise, potvrdit zahájení přípravy prospektu ke schválení Komisí pro cenné papíry a požádat o podmíněčné schválení přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu. Organizátor veřejného trhu rozhodne o žádosti ve lhůtě 2 měsíců od doručení žádosti.

3.8.2.3 Opětné ověřování přesvědčivosti obchodního plánu

Jelikož je realistický obchodní plán klíčem k vytvoření důvěry mezi společnostmi, poradci a investory, musí být na základě výsledků due diligence znovu potvrzen. Je v zájmu společnosti, aby obchodní plán obsahoval upozornění na veškerá možná rizika a předešl tak o tom uvědomil potenciální investory.

3.8.2.4 Doplnění konceptu emise

Úvodní koncept primární emise akcií, kdy je již známý výběr burzy, tržního segmentu, přibližný objem emise, způsob jejího umístění, a je známá strategie použití výtěžku z emise, bude dále upřesněn. V rámci transakčního týmu bude dohadováno předběžné ocenění společnosti, konzultována hlavní skupina upisovatelů a cílové trhy, blíže specifikovány některé další náklady, osnova pro strukturování „investičního příběhu“ (investment story) a specifikovány kroky ve vztahu k veřejnosti a k investorům jak v druhé polovině transakce, tak i po jejím ukončení.

3.8.2.5 Investiční příběh

Investiční příběh je strategie společnosti transformovaná dle klasických marketingových zásad pro uvedení nového produktu na trh do podoby, která bude mít jednoznačný účinek na investory, analytiku, zákazníky i obchodní partnery, média i zaměstnance vlastní společnosti.

Investiční příběh bude využit k cílené mediální kampani na podporu dané primární emise akcií, přičemž poradce pro vztahy s veřejností kampaň zpravidla bohatě strukturuje. Plánovaná vystoupení výkonného ředitele společnosti (CEO) a finančního ředitele (CFO) mají zanechat pocit přesvědčivý a jednoznačné tržní pozice a strategie růstu.

3.8.2.6 Prezentace analytikům

Současně s postupem due diligence bude vedení společnosti připraveno prezentovat investiční příběh analytikům obchodníkům s cennými papíry (bank) – očekávaných syndikujících upisovatelů. Toto je již zárodek předmarketingu, jelikož analytici získané poznat-

ky zpracují do vlastních doporučení a zpráv a syndikující obchodník s cennými papíry (banka) je využije k předběžnému kontaktu a projevení zájmu dalších investorů. Zpětná vazba z těchto kontaktů je důležitá pro časování a rozložení procesu nabídky – sestavení nabídkové knihy („book-building“) a správnému ocenění nabídky.

3.8.3 Fáze III

3.8.3.1 Předložení prospektu ke schválení, získání podmíněčného souhlasu burzy a zápis rozhodnutí valné hromady v obchodním rejstříku

Při vyšší míře neurčitosti lze na konci třetího měsíce příprav očekávat dokončení emisního prospektu a jeho postoupení Komisi pro cenné papíry spolu s žádostí o zahájení schvalovacího procesu se zákonným limitem 1 měsíce. Skutečnosti o provedeném zápisu rozhodnutí valné hromady do obchodního rejstříku budou do prospektu doplněny v průběhu schvalovacího procesu.

Pokud je to již možné, budou Komisi předány k posouzení i potřebná veřejná prohlášení a inzeráty (zákonný limit 5 dnů pro schválení).

Jelikož jsme si v úvodu stanovili, že nabídka bude strukturována výhradně pro institucionální investory a obchodníky s cennými papíry, bude ke schválení mimo jiné z důvodů kotace na burze předložen prospekt v plném rozsahu. Komise bude požádána o schválení prospektu, přestože tento prospekt ještě nebude obsahovat všechny údaje, které ke dni schválení nebudou známy (emisní kurz, celkový objem a rozdělení mezi upisovatele). Tyto chybějící údaje však musí být nejpozději do uveřejnění prospektu Komisi oznámeny. Zpracovány a uveřejněny pak budou jako součást konečného prospektu.

3.8.4 Fáze IV

3.8.4.1 Roadshow, book-building, ocenění, alokace investorům a vypořádání

Po zhodnocení zpětné vazby z úvodních kontaktů s investory dopracuje vedoucí aranžér vlastní ocenění akcie a po dohodě s emitentem stanoví cenové rozpětí (spodní a horní indikace ceny), při kterém bude akcie nabízena. Vedoucí aranžér, emitent a PR agentura připravili společně závěrečnou podobu prezentace investorům (roadshow), s investory předjednali harmonogram skupinových setkání a samostatných rozhovorů („one-on-one meetings“), vyškolili výkonného a finančního ředitele společnosti k cílené prezentaci investičního příběhu a rozebrali možné nepříjemné otázky investorů.

Po schválení nabídky a předběžného prospektu Komisí překročí vedoucí aranžér k překlopení smluvního vztahu se společností do závazného ujednání s cílovou odměnou za úspěšnou realizaci. Do tohoto okamžiku by při možném přerušení přípravy bylo nutné uhradit mimo vlastních nákladů pouze závazky vůči právnímu poradci, auditorovi,



PR agentuře a případně vůči tiskárně (prospekt). Náklady vedoucího aranžéra bývají někdy alespoň částečně uhrazeny formou záloh. Nyní vzájemně podepisují vedoucí manažer a společnost tzv. Smlouvu o cenovém rozpětí (nabízené ceně v rámci book-buildingu). U malých emisí je někdy využito umístování s předem stanovenou pevnou cenou.

Společnost (zejména výkonný ředitel a finanční ředitel) absolvuje 1-2 týdenní sérii setkání se všemi vybranými investory nejen na domácím trhu, ale i na všech vybraných trzích (zejména v Evropě). V průběhu tohoto období přijímá vedoucí aranžér a případně i další členové syndikátu budoucích upisovatelů jednotlivé nabídky budoucích investorů (příp. s indikací cenového omezení, či jen s objemovým omezením na jakoukoli cenu v cenovém rozpětí a na závěrečnou cenu). Závěrečné jednání společnosti, právního poradce a vedoucího aranžéra (příp. syndikátu) nabídky vyhodnotí a provede optimalizaci. Výsledkem cenových jednání je závěrečná cena, při které budou objednávky následně vypořádány. Upisovací cena, celkový objem emise a struktura budoucích upisovatelů již mohou být oznámeny Komisi a následně ihned zapracovány do konečné podoby prospektu. Následuje závazná nabídka a skutečný úpis nové emise upisovateli. Je podepsána tzv. upisovací smlouva. Všem primárním upisovatelům je rozeslán konečný prospekt, který je současně k dispozici na místě určeném ve veřejném oznámení emise. Potvrzené objednávky a jejich uspokojení (i případné krácení nebo odmítnutí) jsou oznámeny konečným investorům, kteří připravují platební instrukce k finančnímu vypořádání v předem určený den po uzavření objednávek. Pokud emisi upisují manažeri portfolií za své klienty – konečné investory, pak i tyto investoři již v této fázi platí emisní cenu na vázaný účet (tzv. první vypořádání – první closing). Je-li úpis úspěšný, oznámí emitent tuto skutečnost burze a požádá ji o přijetí k obchodování na veřejném trhu. Při tzv. druhém vypořádání – closingu vydává emitent upisovatelům nové emise příslušný objem akcií a proti tomu získává možnost disponovat částkou, odpovídající emisní ceně (po srážce provize aranžéra a dohodnutých nákladů). Pro zachování vyvolaného zájmu o akcie a pro podporu růstu kurzu akcie je se stávajícími akcionáři předem uzavírána dohoda, že svoje akcie nebudou po určité období nabízet na kapitálovém trhu – během tzv. „lock-up period“, která většinou trvá 6-12 měsíců.

Využití tohoto modelového příkladu bránilo ještě nedávno podstatné systémové odlišnosti českého právního prostředí. Jednalo se mimo jiné o časovou prodlevu a nejistotu zápisu navýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku mezi prvním a druhým closingem. Tuzemské anomálie prodlužovaly délku schvalovacích a oznamovacích procedur na období několika měsíců a tím způsobovaly, že investiční rozhodnutí učiněné ve fázi book-buildingu, resp. úpisu, mohlo být do doby skutečného zahájení obchodování s novými akciemi znehodnoceno vývojem trhu. Toto bylo v přímém rozporu se standardem IPO na zahraničních trzích, kde tato fáze trvá maximálně několik dnů. Proto byly tyto oprávněné požadavky dočasně uspokojeny jiným zákonným způsobem. Byl vymezen nový druh cenného papíru – poukázka na akcie, se kterým jsou spojena veškerá práva upisovatele do okamžiku výměny za akcie. Během 5-6 dnů od ocenění a alokace akcií lze zajistit provedení plateb (proti poukázkám na akcie), podání návrhu a provedení zápisu do obchodního rejstříku. V současné době je však rejstříkový soud povinen rozhodnout do 3 pracovních dnů od doručení návrhu (upsání a splacení potvrzené představenstvem) na zápis navýšení základního kapitálu (s registrací na veřejném trhu). Ponecháváme na zvážení vedou-

cího aranžéra, společnosti a právního poradce konkrétní využití poukázek na akcie, struktury nároků držitelů, způsobu výměny za akcie a způsobu mimoburzovního obchodování poukázek.

Jako rekapitulaci tohoto modelového příkladu primární nabídky akcií a příslušného harmonogramu je možné uvést přibližnou dobu 6 měsíců od podpisu mandátní smlouvy do vypořádání transakce, se kterou by bylo možno pro přípravu emise počítat za ideální situace u předem připravené společnosti. Odlišnosti mohou nastat podle konkrétního případu, avšak výše uvedený zjednodušený popis s nimi nemůže počítat.



Kapitola 4.

4. Právní a regulatorní aspekty nových emisí

4.1 Společné prvky emisí cenných papírů

Při rozhodování o uskutečnění emise cenných papírů je třeba brát v úvahu také právní aspekty celého procesu. Ty mají především značný dopad na výši nákladů spojených s emisí, mohou dokonce rozhodnout o samotné proveditelnosti emise. Procesy emitování akcií a obligací se z právního pohledu poněkud liší a budou proto podrobněji krok po kroku popsány dále. Nyní se soustředíme na některé společné prvky emise cenných papírů. Hlavními právními předpisy, které jsou zde relevantní, jsou obchodní zákoník, zákon o cenných papírech a zákon o dluhopisech.

4.1.1 Veřejná nabídka

Základem úspěchu každé emise cenných papírů je získání investorů, kteří vydané cenné papíry nakoupí. Jestliže jsou tyto cenné papíry nabízeny veřejně, předem neomezenému okruhu investorů, jedná se o tzv. **veřejnou nabídku cenných papírů**⁴. Před zahájením veřejného nabízení cenných papírů je nezbytné uveřejnit **prospekt** schválený Komisí pro cenné papíry (dále jen Komise). Prospekt je určitým souborem informací, který by měl potenciálním investorům poskytnout dostatečný podklad pro kvalifikované posouzení nabízených cenných papírů a pro rozhodnutí, zda tyto cenné papíry za stanovenou cenu nakoupí. Jestliže emitent nehodlá uvést nabízené cenné papíry na veřejný trh, stačí uveřejnit tzv. užší prospekt, tedy méně obsáhlý soubor informací o emisi a emitentovi, i ten však podléhá schválení Komise. Dále budeme až na výjimky hovořit pouze o prospektu, protože hlavním předmětem našeho zájmu je emise cenných papírů formou veřejné nabídky následovaná žádostí emitenta o přijetí těchto cenných papírů k obchodování na veřejném trhu. Pokud nebude dále výslovně uvedeno něco jiného, lze vše, co bude řečeno o prospektu, přiměřeně vztáhnout i na užší prospekt.

4) § 78c zákona o cenných papírech.



Bez schvalování prospektu je tedy možné nabízet cenné papíry jen v případě, že se nejedná o veřejnou nabídku. Tu zákon definuje jako „jakékoliv jednání, při kterém nabízející sděluje širšímu okruhu osob podmínky nabytí cenných papírů, jestliže jejich přijetím dojde k uzavření smlouvy směřující k nabytí těchto cenných papírů nebo jestliže nabízející na základě těchto podmínek vyzývá k podávání návrhů na uzavření smlouvy.“ Z této definice vyplývá, že veřejným nabízením nejsou žádné marketingové aktivity propagující emitenta nebo jím vydané cenné papíry, ale jen ty, které se přímo vztahují k prodeji jeho cenných papírů. Veřejné nabízení cenných papírů přitom podle výše uvedené definice nemusí být pouze činností emitenta, ale může jej provádět víceméně kdokoli – to však nemá žádný vliv na požadavek uveřejnění prospektu – ten musí být uveřejněn vždy, bez ohledu na osobu nabízejícího.

Sám zákon tuto poměrně širokou definici omezuje a výslovně stanoví, kdy se o veřejnou nabídku nejedná (tj. kdy není třeba žádat Komisi o schválení prospektu). Obecně se jedná o situace, kdy je z nejrůznějších důvodů nabídka určitým způsobem omezena.

Jsou to zejména následující případy:

- nabídka je adresována výhradně institucionálním investorům a obchodníkům s cennými papíry, tj. není volně dostupná veřejnosti;
- nabídka je adresována pouze omezenému okruhu osob nepřesahujícím počet 100. Zde je nutno zdůraznit, že se jedná o počet osob oslovených nabídkou, nikoliv o počet osob, které nakonec cenné papíry nakoupí;
- celkový objem nabízených cenných papírů (vypočtený pomocí emisního kurzu) nepřesahuje částku odpovídající 40 000 EUR;
- každý investor musí nabýt nabízené cenné papíry minimálně za 40 000 EUR;
- akcie jsou nabízeny bezúplatně stávajícím akcionářům;
- akcie nebo obdobné cenné papíry jsou nabízeny výměnou za jiné akcie téhož emitenta a nedochází přitom ke zvyšování základního kapitálu;
- akcie jsou nabízeny jen zaměstnancům. Tato výjimka se vztahuje nejen na zaměstnance emitenta, ale i na zaměstnance společností, které emitent ovládá⁵;
- akcie nabývané za vyměnitelné nebo prioritní dluhopisy, pokud byl uveřejněn prospekt k těmto dluhopisům.

5) Blíže viz odpověď na dotaz dostupnou na webu Komise www.sec.cz v sekci Kapitálový trh podle témat/Veřejné nabízení cenných papírů.

Veškeré **dokumenty obsahující nebo oznamující veřejnou nabídku** (oznámení, inzeráty, plakáty, letáky apod.) musí obsahovat informace o tom, že byl nebo bude uveřejněn prospekt spolu s určením, kde toto uveřejnění proběhlo nebo proběhne. Všechny tyto materiály musí být předem schváleny Komisí, přičemž pokud Komise do 5 dnů od jejich předložení neodešle rozhodnutí o neschválení, považují se předložené materiály za schválené. Komise přitom může tyto propagační materiály neschválit jen v případech, kdy:

- nebyla podána žádost o schválení prospektu, nebo
- schvalovaný dokument obsahuje informaci odporující obsahu prospektu nebo jeho návrhu nebo informaci, která by při nedostatku jiné informace mohla být klamavá, nebo
- dokument neobsahuje odkaz na prospekt nebo údaje o jeho uveřejnění.

4.1.2 Přijetí cenných papírů k obchodování na veřejných trzích

Ihned po uskutečnění veřejné nabídky jsou většinou cenné papíry na základě žádosti emitenta přijaty i k obchodování na veřejném trhu. Emitent se tímto krokem snaží zvýšit atraktivitu emise, neboť likvidní akcie, které je možno kdykoliv bez problémů prodat, jsou pro investory mnohem zajímavější. Zatímco veřejně nabízet je dovoleno víceméně jakékoliv cenné papíry (samozřejmě po splnění výše uvedených podmínek), k obchodování na veřejném trhu mohou být podle zákona přijaty jen cenné papíry vyhovující určitým předpokladům. Tyto předpoklady jsou pevně dány zákonem⁶ a v současné době vycházejí z direktiv EU upravujících fungování celoevropského trhu s cennými papíry. V budoucnu se u nás po provedení nezbytných změn zákonů uvažuje o zřízení tzv. volného trhu, kam by mohly být přijímány i cenné papíry nespĺňující tyto přísné celoevropské podmínky, aby bylo umožněno vytvoření i lokálního trhu pro menší české společnosti.

Jestliže k obchodování na veřejném trhu mají být přijaty listinné cenné papíry, schvaluje Komise kromě prospektu i vzorový výtisk listinného cenného papíru, který musí být vytištěn v technickém provedení stanoveném vyhláškou Ministerstva financí⁷ v tiskárně oprávněné k tisku cenných papírů. Tisk takovýchto listinných cenných papírů je však značně nákladný.

O přijetí cenných papírů k obchodování rozhoduje příslušný organizátor veřejného trhu. V ČR mohou veřejný trh organizovat jen osoby, které získaly povolení k činnosti burzy cenných papírů (v současné době jen **BCPP**) nebo organizátora mimoburzovního trhu (v současné době jen RM – Systém, a. s. – **RMS**). Tito organizátoři mohou na přijímané cenné papíry stanovit i další požadavky jdoucí nad rámec zákona. Tohoto svého oprávnění

6) § 72 zákona o cenných papírech.

7) Vyhláška MF č. 88/1993 Sb., o podrobnostech technického provedení veřejně obchodovatelných listinných cenných papírů.



organizátoři zpravidla využívají k vytvoření několika trhů lišících se bonitou cenných papírů na nich obchodovaných. RMS provozuje jeden trh pro všechny zaknihované cenné papíry, BCPP umožňuje obchodovat se zaknihovanými i listinnými cennými papíry. BCCP dělí své trhy na hlavní, vedlejší, volný a nový. Tyto trhy se od sebe liší požadavky na přijímané cenné papíry a výši poplatků placených emitenty:

Název trhu	Podmínky pro přijetí nad rámec zákona			Poplatky emitenta	
	Základní kapitál emitenta	Min. objem veřejné nabídky	Min. délka činnosti emitenta	při přijetí	roční
Hlavní	–	200 mil. Kč	3 roky	50 tis. Kč	0,05 % obj. emise, max. 300 tis. Kč
Vedlejší	–	100 mil. Kč	3 roky	50 tis. Kč	0,05 % obj. emise, max. 85 tis. Kč
Volný	–	–	–	5 tis. Kč	–
Nový	20 mil. Kč	15 % objemu emise	1 rok	1 tis. Kč	1 tis. Kč

Jak vyplývá z výše uvedené tabulky, hlavní trh je určen pro největší emise a je také považován za nejprestižnější. Méně náročné podmínky je třeba splnit pro vstup na vedlejší trh, zatímco volný trh neklade na emitenty žádné požadavky nad rámec zákona. Nový trh je speciálním trhem zřízeným po vzoru rozvinutých burz a je určen méně známým společnostem s krátkou historií, u nichž však lze očekávat rychlý rozvoj.

Na přijetí cenných papírů k obchodování není právní nárok, organizátor však cenný papír přijme na trh, jestliže:

- byl řádně vydán a emitent přitom postupoval v souladu se zákonem;
- Komise schválila prospekt (týká se i případů, kdy přijetí nepředchází veřejná nabídka, např. kdy novou emisí upíše několik předem vybraných investorů);
- tento prospekt byl řádně uveřejněn a od uveřejnění uplynula lhůta nejméně 1 den, a
- organizátorovi veřejného trhu nejsou známy žádné okolnosti, které by v případě přijetí cenného papíru k obchodování mohly vést k poškození zájmu investorů nebo ohrožení veřejných zájmů.

Zejména poslední podmínka vyžaduje od organizátora veřejného trhu určité širší uvážení, zda o přijímaném cenném papíru má dost informací a zda tyto informace třeba nenaznačují vážné finanční problémy emitenta, které by mohly v blízké budoucnosti

způsobit jeho zánik nebo zda některé informace podané emitentem nejsou navzájem protichůdné, což by mohlo svědčit o nepravdivosti některých informací.

Všechna oznámení, inzerce, a jiné **dokumenty oznamující přijetí cenného papíru k obchodování** na veřejném trhu, které obsahují podstatné charakteristiky cenného papíru, musí obsahovat údaj o tom, že byl uveřejněn prospekt a kde byl uveřejněn. Tyto dokumenty mohou být uveřejněny až po schválení Komisí, přičemž pokud nebude do 5 dnů od doručení žádosti odesláno rozhodnutí o neschválení, považují se dokumenty za schválené. Komise může tyto dokumenty neschválit jen v případech, kdy:

- schvalovaný dokument obsahuje informaci odporující obsahu prospektu nebo informaci, která by při nedostatku jiné informace mohla být klamavá, nebo
- dokument neobsahuje odkaz na prospekt nebo údaje o jeho uveřejnění.

4.1.3 Prospekt

Prospekt je souborem všech informací, které investoři nezbytně potřebují k přesnému a správnému posouzení cenného papíru, majetku a závazků emitenta, jeho finanční situace, zisku a ztrát a vyhlídek budoucího vývoje. Konkrétní rozsah bude vždy záviset na typu vydávaných cenných papírů, na charakteru podnikání a způsobech financování činnosti emitenta. Minimální rozsah informací, které musí prospekt vždy obsahovat, je stanoven vyhláškou Ministerstva financí.⁸ Organizátor veřejného trhu může pro přijetí na svůj určitý trh požadovat, aby prospekt obsahoval i další údaje. Prospekt je určen nejširšímu okruhu investorů, čemuž odpovídá požadavek, aby prospekt byl zpracován v českém jazyce, srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu. Informace v prospektu však nesmí být příliš zjednodušeny, aby nedošlo ke zkreslení skutečnosti.

Na žádost emitenta může Komise povolit **zúžení obsahu prospektu**, tj. umožnit neuvádět do prospektu určité informace, ale to jen tehdy, jestliže se tím prospekt nestane klamavým. Vypuštěny mohou být jen informace, které nemají podstatný vliv na posouzení emitenta a jím vydávaných cenných papírů (zejména na posouzení jeho majetkové a finanční situace a vyhlídek budoucího vývoje), nebo informace, jejichž uveřejnění by bylo v rozporu s veřejným zájmem nebo by mohlo významně poškodit emitenta. Od zúžení obsahu prospektu je třeba odlišit již zmíněný **užší prospekt**, jehož uveřejnění je postačující pro veřejnou nabídku, která není následována žádostí o přijetí cenných papírů k obchodování na veřejném trhu. Rovněž obsah užšího prospektu může být na základě povolení Komise dále zúžen, a to za stejných podmínek jako obsah „obyčejného“ prospektu. Minimální náležitosti užšího prospektu stanoví již zmíněná vyhláška Ministerstva financí. Užší prospekt je možné zúžit také v případě veřejné nabídky, kdy nabízející není emitent, a to o údaje, ke kterým nemá nabízející přístup.

8) Vyhláška MF č. 82/2001 Sb., kterou se stanoví minimální náležitosti prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru.



Jestliže nejsou některé údaje, které mají být v prospektu, známy v den schválení tohoto prospektu, **Komise může prospekt schválit i bez těchto údajů**, jestliže bude prospekt obsahovat informace o tom, jakým způsobem budou chybějící údaje určeny a doplněny. Do uveřejnění prospektu musí být chybějící údaje oznámeny Komisi a musí být uveřejněny stejným způsobem, jakým se uveřejňuje prospekt. V praxi se této výjimky používá zejména pro údaj o emisním kurzu, neboť ten je možné stanovit až po zjištění zájmu investorů o nabízené cenné papíry a ke zjištění tohoto zájmu je třeba zjistit indikativní poptávku na základě uveřejněného prospektu.

Prospekt nesmí být v žádném případě uveřejněn před schválením Komisí. Ta při **schvalování prospektu** nezkontroluje přesnost a pravdivost uváděných informací, tedy nedokazuje, zda např. údaje vycházející z účetnictví jsou v souladu se skutečností a nenahrazuje úlohu auditora, nýbrž jen prověřuje, že prospekt obsahuje veškeré informace požadované zákonem a vyhláškou. V případě uvedení nepravdivých informací je možné volat k zodpovědnosti emitenta, jeho představenstvo, případně i osoby odpovědné za přípravu prospektu. Když se prokáže, že k uvedení nepravdivých informací došlo úmyslně, připadá v úvahu i trestněprávní odpovědnost zúčastněných osob. Jestliže Komise shledá, že prospekt neobsahuje některý z požadavků stanovených zákonem nebo vyhláškou, vyzve žadatele k doplnění chybějících údajů do 30 dnů od doručení výzvy. Komise při tomto přezkumu nekontroluje, zda prospekt obsahuje náležitosti, které si může nad rámec zákona stanovit organizátor veřejného trhu. Komise si rovněž v téže lhůtě může vyžádat předložení doplňující zprávy auditora, jehož auditorská zpráva byla použita při vypracování prospektu. Jestliže Komise do 30 dnů od doručení žádosti nebo od jejího doplnění (bylo-li vyžádáno) neodešle své rozhodnutí, považuje se prospekt za schválený. U užšího prospektu je tato lhůta pro odeslání rozhodnutí Komise pouze 15 dnů. V případě neschválení prospektu je možné podat opravný prostředek – rozklad k prezidiu Komise. To je povinno rozhodnout do 30 dnů a to i v případě užšího prospektu. Jestliže prezidium v této lhůtě nerozhodne, je možné se domáhat rozhodnutí přímo u soudu. V praxi jsou zákonem stanovené lhůty Komisí dodržovány, v některých případech je vzhledem k okolnostem možné rozhodnout i v podstatně kratších lhůtách. Délka trvání schvalování je dána především kvalitou zpracování prospektu a rychlostí reakce žadatele při případném doplnění prospektu. Komise může prospekt neschválit, jen když:

- prospekt ani po doplnění neobsahuje všechny informace požadované zákonem a vyhláškou, nebo
- nebyla předložena vyžádaná doplňující zpráva auditora, nebo
- vzorový výtisk listinného cenného papíru nesplňuje náležitosti stanovené zákonem a vyhláškou (týká se jen situace, kdy má dojít k přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu).

Prospekt musí být uveřejněn v plném znění ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku anebo ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta. Zvolený způsob uveřejnění prospektu musí být zveřejněn v Obchodním věstníku. Jestliže si emitent zvolí formu brožury, musí být tato brožura bezplatně k dispozici také v sídle organizátora veřejného trhu, na který má být cenný papír přijat k obchodování, a v sídle osob, které emitent využívá nebo hodlá využívat k výplatě výnosů z nabízených cenných papírů (administrátor emise) a osob, které obstarávají či zprostředkovávají vydání těchto cenných papírů (aranžér emise). Jestliže za splnění závazků vyplývajících z nabízených cenných papírů ručí třetí osoba, musí být smlouva o tomto ručení zpřístupněna k nahlédnutí na všech výše uvedených místech (včetně sídla emitenta). Způsob uveřejnění prospektu je třeba dobře zvážit a to nejen z hlediska oslovení vhodného okruhu investorů, ale i proto, že stejným způsobem se musí uveřejnit i případný dodatek prospektu. Nesprávně zvolený způsob uveřejnění může pro emitenta znamenat zbytečné vynaložení někdy i poměrně značných nákladů. Prospekt musí být uveřejněn do 6 měsíců od jeho schválení, jinak rozhodnutí Komise pro cenné papíry o schválení pozbývá platnosti.

Jestliže před uplynutím doby závaznosti veřejné nabídky nebo před okamžikem přijetí cenných papírů k obchodování na veřejném trhu dojde k podstatné změně ve skutečnostech uvedených v prospektu nebo nová událost způsobí významnou nepřesnost v těchto údajích, musí být vypracován a po schválení Komisí uveřejněn **dodatek prospektu**. Za podstatnou změnu nebo významnou nepřesnost se považuje každá změna či nepřesnost způsobí ovlivnit přesné a správné posouzení vydávaného cenného papíru nebo jeho emitenta investorem. Dodatek musí být uveřejněn ve stejné formě jako původní prospekt.

Významnou výjimkou v případě veřejné nabídky cenných papírů je **možnost využít již existující prospekt** pro stejné cenné papíry nebo jiné cenné papíry téhož emitenta, jestliže tento prospekt byl uveřejněn v období 12 měsíců před stávající veřejnou nabídkou. Potom postačí, aby nový prospekt obsahoval jen změny nastalé v údajích v původním prospektu, které jsou způsobilé ovlivnit hodnotu nabízených cenných papírů. Při využití prospektu k jiným cenným papírům téhož emitenta je samozřejmě potřeba doplnit i veškeré údaje týkající se detailů nové emise cenných papírů. Přílohou nového prospektu musí být již uveřejněný původní prospekt. Tuto možnost nelze využít v případě, kdy emitent zamýšlí požádat o přijetí těchto cenných papírů k obchodování na veřejném trhu.

4.2 Emise akcií krok za krokem

Tato subkapitola obsahuje popis kroků, které musí společnost učinit při vydání nové emise akcií. Zvolili jsme proto „nejtradičnější“ situaci primární emise – **existující akciová společnost, jejíž akcie se zatím neobchodují na veřejných trzích, zamýšlí získat finanční prostředky pro svůj další rozvoj emisí nových akcií, které by měly být nabídnuty širokému okruhu investorů a přijaty k obchodování na obou veřejných trzích**. V případě BCPP bude emitent žádat o přijetí k obchodování na novém trhu.



Zvýšit základní kapitál emisí nových akcií, jejichž emisní kurz je splácen peněžitými vklady, je přitom možné, jen pokud akcionáři již zcela splatili emisní kurz dříve upsaných akcií. Výše uvedený způsob získávání kapitálu se v praxi označuje jako IPO, což je zkratka anglického termínu „Initial Public Offering“, který v překladu znamená první veřejnou nabídku akcií společnosti. Druhá část subkapitoly pojednává o změnách, které emitentovi přinese registrace jeho akcií na veřejném trhu, tedy především o způsobech, kterými musí informovat investory o činnosti společnosti.

4.2.1 Postup při emisi nových akcií

4.2.1.1 Rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu

O zvýšení základního kapitálu rozhoduje zásadně valná hromada akciové společnosti. Za podmínek stanovených obchodním zákoníkem a stanovami společnosti může o zvýšení základního kapitálu rozhodnout též představenstvo společnosti v mezích pověřením uděleného valnou hromadou. V tomto případě se tedy nejedná o zvláštní způsob zvýšení základního kapitálu, poněvadž představenstvo pouze realizuje rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu (srov. níže).

Z hlediska možnosti přijmout usnesení o zvýšení základního kapitálu valnou hromadou není rozhodující, zda o zvýšení základního kapitálu rozhodne řádná, mimořádná či náhradní valná hromada společnosti (samozřejmě za předpokladu splnění zákonných podmínek jejich svolání, konání a usnášeníschopnosti). V zájmu zjednodušení textu se v následujících pasážích hovoří o valné hromadě, přičemž tento pojem zahrnuje řádnou, mimořádnou či náhradní valnou hromadu.

Zvýšení základního kapitálu na základě veřejné nabídky úpisu nových akcií může mít několik podob v závislosti na využití možností daných obchodním zákoníkem kombinovat různé způsoby zvýšení základního kapitálu. Nejjednodušší z hlediska právního bude právě zvýšení základního kapitálu na základě veřejné nabídky. Vzhledem ke specifikům společnosti a situaci na kapitálovém trhu však mohou přicházet v úvahu též tzv. kombinované zvýšení základního kapitálu, souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu a již zmíněné zvýšení základního kapitálu rozhodnutím představenstva. Jako nejlépe vyhovující účelům této publikace se jeví zvýšení základního kapitálu na základě veřejné nabídky. Proto jsou následující pasáže věnovány právě tomuto způsobu, přičemž ve vztahu k ostatním třem uvedeným způsobům zvýšení základního kapitálu je v bezprostředně následujících odstavcích načrtnuta jen jejich základní charakteristika. Je přitom třeba konstatovat, že každý ze způsobů zvýšení základního kapitálu má svá specifika, přičemž zákonem požadované předpoklady použití každého z nich se liší. Detailní popis všech podrobností právní úpravy ve vztahu ke každému ze způsobů by však překračoval účel této publikace. Se zřetelem na to je třeba zdůraznit, že konkrétní způsob zvýšení základního kapitálu a jeho právní aspekty je třeba konzultovat s právním a ekonomickým poradcem společnosti (blíže viz kap. 3.).

Kombinované zvýšení základního kapitálu a souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu

Z právního hlediska může realizaci IPO často komplikovat skutečnost, že aktuální cena akcií společnosti na veřejném trhu je nižší než její nominální hodnota. Podle obchodního zákoníku přitom emisní kurz akcie (tedy cena, za kterou společnost akcie vydává) nesmí být nižší než jmenovitá hodnota akcií. Hodlá-li společnost v rámci IPO vydat akcie zastupitelné s již vydanými akciemi (mj. tedy o téže jmenovité hodnotě), postrádala by tato transakce ekonomický smysl a byla by tak předem odsouzena k neúspěchu. Obchodní zákoník proto upravuje pro společnosti s registrovanými akciemi (tzn. již přijatými k obchodování na veřejném trhu cenných papírů) dva základní způsoby zvýšení základního kapitálu, které uvedený důsledek odstraňují. Jedná se o tzv. kombinované zvýšení základního kapitálu a o souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu.

Podstata **kombinovaného zvýšení základního kapitálu** spočívá v tom, že část emisního kurzu upisovaných akcií bude kryta z vlastních zdrojů společnosti vykázaných v účetní závěrce ve vlastním kapitálu společnosti (je nasnadě, že se bude jednat o rozdíl mezi jmenovitou hodnotou akcií a jejich aktuálním kurzem na veřejném trhu; část emisního kurzu odpovídající aktuálnímu kurzu bude určena k upsání na základě veřejné nabídky). Pokud nebude společnost disponovat dostatkem vlastních zdrojů, může rozhodnout o souběžném snížení a zvýšení základního kapitálu.

Podstatou **souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu** je, že společnost může na jedné valné hromadě rozhodnout jedním usnesením o snížení základního kapitálu a jeho zvýšení současně. Nemusí tedy svolávat za účelem přizpůsobení jmenovité hodnoty akcií jejich ceně na veřejném trhu dvě valné hromady, což by bylo dosti nepraktické (nejprve by na základě rozhodnutí jedné valné hromady rejstříkový soud zapsal snížení základního kapitálu a teprve poté by další valná hromada rozhodla o zvýšení základního kapitálu upsáním akcií ve veřejné nabídce). Rejstříkový soud na podkladě usnesení valné hromady rozhodne jedním usnesením o zápisu snížení základního kapitálu a zvýšení základního kapitálu (v obchodním rejstříku se tedy objeví obě výše základního kapitálu – snížená a následně zvýšená).

Zvýšení základního kapitálu rozhodnutím představenstva

Velmi praktickým se jeví z pohledu realizace IPO možnost zvýšit základní kapitál vydáním nových akcií rozhodnutím představenstva na základě zmocnění valné hromady. Tuto možnost ovšem musí připouštět stanovy společnosti. Pokud je tato podmínka splněna, může valná hromada akcionářů zmocnit představenstvo k rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu v období následujících pěti let v rozsahu 1/3 základního kapitálu zapsaného v obchodním rejstříku v den, kdy valná hromada o zmocnění rozhodla. Představenstvo v tomto případě může využít tohoto zmocnění v ekonomicky nejpříznivější okamžik pro uskutečnění IPO (dokáže totiž z hlediska času přijímat rozhodnutí nesporně pružněji než valná hromada).



K postupu při svolání valné hromady, která rozhoduje o zvýšení základního kapitálu

Podmínkou konání valné hromady je její řádné svolání. V případě společnosti, jež vydala akcie na majitele, je společnost povinna uveřejnit v souladu s požadavky obchodního zákoníku a stanov společnosti oznámení o konání valné hromady včetně jejího programu, v případě společnosti, jež vydala akcie na jméno, rozeslat pozvánky na valnou hromadu akcionářům na adresu uvedenou v seznamu akcionářů vedeném společností nebo v evidenci Střediska cenných papírů, nahrazuje-li evidence SCP seznam akcionářů vedený společností. Oznámení o konání řádné valné hromady včetně programu jednání musí být uveřejněno nejméně 30 dní před konáním valné hromady, pro účely mimořádné i náhradní valné hromady se tato lhůta zkracuje na 15 dní.

Z hlediska rozhodování valné hromady o zvýšení základního kapitálu formou veřejné nabídky jsou podstatné následující body programu jednání valné hromady, které musí být uvedeny v oznámení nebo pozvánce na valnou hromadu (kromě obecných náležitostí pozvánky podle § 184 odst. 5 obchodního zákoníku):

- a.** rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu s uvedením důvodu zvýšení (je třeba souhlasu 2/3 přítomných akcionářů, a to ve vztahu ke každému druhu akcií, které společnost vydala);
- b.** způsob (např. veřejná nabídka, kombinované zvýšení) a rozsah zvýšení základního kapitálu;
- c.** navrhovaný druh (kmenové, prioritní), podoba (zaknihovaná, listinná), forma (na majitele, na jméno) a počet nových akcií;
- d.** jmenovité hodnoty nových akcií;
- e.** mají-li být vydány poukázky na akcie, údaj, ke kterým upisovaným akciím budou vydány;
- f.** lhůta pro upsání akcií a navrhovaná výše emisního kurzu nebo způsob jeho určení s odůvodněním, anebo údaj o tom, že jeho určením bude pověřeno představenstvo, včetně případné minimální výše, v jaké může být emisní kurz představenstvem určen;
- g.** jestliže se valné hromadě navrhuje omezení nebo vyloučení⁹⁾ přednostního práva akcionářů na úpis akcií, uvede se v pozvánce nebo oznámení důvod, proč má dojít k omezení nebo

vyloučení přednostního práva (např. záměr společnosti expandovat na nové trhy, nemožnost uhrazení navrhované částky zvýšení stávajícími akcionáři vzhledem k jejímu objemu);

- h.** případné rozhodnutí o tom, že zvýšení základního kapitálu bude provedeno tak, že akcie upíše obchodník s cennými papíry na základě smlouvy o obstarání vydání cenných papírů (v této souvislosti je třeba poznamenat, že se nejedná o vyloučení ani omezení přednostního práva akcionářů na úpis akcií, pokud se obchodník s cennými papíry v uvedené smlouvě zaváže prodat osobám, které mají přednostní právo na upisování akcií, na jejich žádost za stanovenou cenu a ve stanovené lhůtě upsané akcie v rozsahu jejich přednostního práva a není třeba použít bod g).

4.2.1.2 Zápis usnesení o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku (tzv. první zápis)

Do 30 dnů od usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu je představenstvo povinno podat návrh na zápis usnesení o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu má důležité účinky ve vztahu k počátku upisování akcií (srov. subkap. 2.1.5). Rozhodla-li valná hromada společnosti, jejíž stanovy tuto možnost připouštějí a upravují, o pověření představenstva rozhodnout o zvýšení základního kapitálu, toto pověření se do obchodního rejstříku nezapisuje. Zapisuje se až případné rozhodnutí představenstva o zvýšení základního kapitálu.

4.2.1.3 Příprava a schválení prospektu

V našem případě zvyšování základního kapitálu na základě veřejné nabídky úpisu nových akcií musí emitent připravit „plný“ prospekt, neboť kromě veřejné nabídky ho použije i pro účely žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na veřejném trhu. Při sestavování prospektu musí emitent vzít v úvahu, že prospekt musí obsahovat následující skupiny informací:

- minimální náležitosti prospektu plynoucí z vyhlášky Ministerstva financí;
- informace, jejichž uvedení do prospektu požadují burzovní pravidla;
- ostatní informace nezbytné k přesnému a správnému posouzení cenného papíru a jeho emitenta (záleží na konkrétní situaci).

Současně se žádostí o schválení prospektu je třeba Komisi podat žádost o přidělení ISIN¹⁰⁾, tj. jedinečného identifikačního čísla cenných papírů téže emise, neboť tento údaj je jednou

9) V zájmu zjednodušení a se zřetelem na praktické aspekty bude nadále pojednáno o případu, kdy bylo přednostní právo akcionářů usnesením valné hromady vyloučeno. Pro účely IPO lze obecně tuto možnost doporučit, neboť se tak může předejít komplikacím spojeným se stanovením objemu veřejně nabízených akcií v závislosti na výsledku využití přednostního práva ze strany akcionářů.

10) Formulář pro přidělení ISIN je dostupný na webu Komise www.sec.cz v sekci Informace pro profesionály/Formuláře.



z náležitostí prospektu. Přidělení ISIN není nijak zpoplatněno. O přidělení ISIN je třeba žádat i v případě, jestliže dochází k vydání nové emise, kterou se navyšuje objem již existující emise akcií, které byl ISIN již přidělen. K navyšení emise může dojít jen v případě, kdy nové a již vydané akcie jsou plně zastupitelné, tj. jsou s nimi spojena stejná práva a jsou zcela shodné co do druhu, podoby, formy, nominální hodnoty, atd. V tomto případě Komise může přidělit cenným papírům z navyšované části emise stejný ISIN, jako mají cenné papíry z emise původní, a tyto cenné papíry tak budou plně zastupitelné.

Emitent tedy musí do prospektu na základě požadavků zákona o cenných papírech a burzovních pravidel konkrétně zahrnout zejména následující údaje:

A. Úvodní informace

- údaje o osobách odpovědných za sestavení prospektu a jejich čestné prohlášení, že uvedené informace odpovídají skutečnosti;
- údaje o auditorech společnosti;
- čestné prohlášení emitenta o převzetí odpovědnosti za správnost prospektu;
- prohlášení člena BCPP, že ověřil prospekt z hlediska jeho souladu s platnými právními předpisy a předpisy BCPP;
- informace, že BCPP přijetím cenného papíru k burzovnímu obchodu nepřebírá žádné závazky z těchto cenných papírů.

B. Údaje o cenných papírech

- detailní charakteristiky vydávaných akcií (druh, forma, podoba, atd.);
- úplný opis všech práv spojených s akcií;
- vznik práva na dividendu;
- způsob zdaňování výnosů z vydávaných cenných papírů;
- způsob upisování akcií;
- čistý výnos emise s uvedením účelu použití získaných prostředků;
- celkové náklady emise připadající na jednu akcii nebo jejich odhad;
- údaje o obchodníkovi s cennými papíry, který obstarává vydání akcií;

- prohlášení emitenta o existenci jakéhokoliv rozhodnutí valné hromady či právu statutárního orgánu společnosti učinit rozhodnutí o emisi akcií nebo jakkoli jinak ovlivnit výši základního kapitálu či strukturu akcionářů (např. vydáním vyměnitelných dluhopisů);
- údaje o veřejných trzích, na které mají být akcie přijaty;
- datum, ke kterému mají být akcie přijaty, pokud je známé;
- informace o právu dosavadních akcionářů na přednostní úpis akcií a o omezení nebo vyloučení tohoto práva.

C. Údaje o emitentovi

- základní údaje identifikující emitenta;
- datum založení a doba, na kterou byl založen;
- právní řád a předpis, podle kterého byl emitent založen;
- místa, kde jsou k nahlédnutí veškeré dokumenty a materiály týkající se emitenta uváděné v prospektu;
- detailní údaje o základním kapitálu emitenta, jeho struktuře a o osobách ovládajících emitenta a osobách s přímým nebo nepřímým podílem na emitentovi přesahujícím 5 %;
- podrobné údaje o činnosti emitenta;
- údaje o majetku, závazcích, finanční situaci, zisku a ztrátách;
- údaje o statutárních a dozorčích orgánech;
- údaje o vývoji činnosti emitenta a jeho vyhlídkách.

Takto připravený prospekt musí být spolu se vzorovým výtiskem listinného cenného papíru (jestliže budou akcie vydány v listinné podobě) přiložen k žádosti o jeho schválení a zaslán Komisi. Žádost dále musí obsahovat označení veřejných trhů, na kterých bude žádáno o přijetí cenných papírů k obchodování, a údaj o tom, že má být činěna veřejná nabídka. Jak již bylo uvedeno výše, Komise tento prospekt do 30 dnů schválí, nebo ve stejné lhůtě vyzve k doplnění. Žádost o schválení prospektu podléhá správnímu poplatku ve výši 10 000 Kč, žádost o povolení zúžení prospektu správnímu poplatku ve výši 3 000 Kč.



4.2.1.4 Uveřejnění prospektu

Emitent může zvolit uveřejnění prospektu v plném znění ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku anebo ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta, přičemž zvolený způsob uveřejnění prospektu musí být zveřejněn v Obchodním věstníku. O volbě způsobu uveřejnění prospektu jsme již hovořili v obecné části věnované prospektu.

4.2.1.5 Upisování nových akcií, veřejná nabídka a splácení emisního kurzu upsaných akcií

a) Upisování nových akcií, veřejná nabídka

Upisování akcií nemůže začít dříve, než bude usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu zapsáno do obchodního rejstříku. Je však taktéž možné zahájit upisování již poté, co byl podán návrh na zápis usnesení do obchodního rejstříku, pokud je účinnost upisování vázána na rozvazovací podmínku, jíž je právní moc zamítavého rozhodnutí rejstříkového soudu o zápisu usnesení (tzn., že jestliže rejstříkový soud pravomocně zamítne zápis usnesení o zvýšení základního kapitálu, upisování se stane neúčinným, přičemž společnost je v tomto případě povinna vrátit bez zbytečného odkladu upisovatelům částku zaplacenou při upsání akcií spolu s úrokem ve výši obvykle poskytované bankami podle smlouvy o běžném účtu ke dni, kdy vznikla povinnost vrátit zaplacenou částku, v místě, v němž má společnost sídlo).

Uvedená pravidla pro počátek upisování akcií platí i pro upisování akcií na základě veřejné nabídky a pro její uveřejnění. Obchodní zákoník nestanovuje požadavky na způsob uveřejnění veřejné nabídky, bude záležet na společnosti a na doporučení jejích poradců, jaký způsob bude v daném případě nejvhodnější (denní tisk, síť Internet, televize, rozhlas, adresné oslovení vybraných potenciálních zájemců, kombinace těchto prostředků). Ke zveřejnění lze použít i Obchodní věstník, i když obchodní zákoník povinnost zveřejnění v Obchodním věstníku nestanoví.

Podstatné je, že nejpozději současně s veřejnou nabídkou úpisu akcií musí společnost uveřejnit prospekt akcií schválený Komisí pro cenné papíry (viz subkap. 2.1.4). Obchodní zákoník požadavky na obsah veřejné nabídky nestanoví. Z povahy a účelu veřejné nabídky lze však dovodit alespoň tyto podstatné náležitosti veřejné nabídky:

- a.** identifikační údaje společnosti, která veřejnou nabídku činí (firma, sídlo, IČ, předmět podnikání);
- b.** rozsah navrhovaného zvýšení základního kapitálu včetně případného připuštění (omezeného či neomezeného) upisování akcií převyšujících navrhované zvýšení základního kapitálu a postup při takovém upsání (s uvedením, který orgán společnosti je pověřen

rozhodnout o konečné výši zvýšení a postup v případě částečného odmítnutí upsání nad navrženou částku zvýšení základního kapitálu);

- c.** určené místa či míst a doby upisování akcií;
- d.** postup při upisování akcií;
- e.** způsob (splácení emisního kurzu na zvláštní účet u banky otevřený společností na její firmu pro tento účel) a lhůta pro splácení emisního kurzu po upsání;
- f.** emisní kurz nebo způsob jeho určení (může jej určit na základě pověření valné hromady představenstvo v závislosti na aktuální situaci na kapitálovém trhu a indikacích ohledně poptávky po akciích zjištěné obchodníkem s cennými papíry – aranžérem emise v rámci intervalu schváleného valnou hromadou).

V každém upisovacím místě musí být k nahlédnutí stanovy společnosti. Naproti tomu, v upisovacím místě nemusí být k nahlédnutí prospekt schválený Komisí pro cenné papíry, bylo by to však vhodné (ke způsobu uveřejnění prospektu viz subkap. 2.1.4). K upsání akcií na základě veřejné nabídky dochází zápisem do listiny upisovatelů. Zápis zahrnuje počet, jmenovitou hodnotu, formu, podobu, popřípadě druh upisovaných akcií, emisní kurz upsaných akcií, lhůty pro splácení upsaných akcií, firmu nebo název a sídlo právnické osoby nebo jméno a bydliště fyzické osoby, která je upisovatelem, a podpis, jinak je upsání neúčinné. Podpis upisovatele na listině upisovatelů nemusí být úředně ověřen.

V případě, že akcie bude možné upisovat na více místech, bude nutné klást zřetel na technické zajištění průběhu upisování tak, aby bylo možné kontrolovat, zda, příp. kdy došlo k úpisu akcií v objemu odpovídajícím schválenému zvýšení základního kapitálu. Valná hromada však může v souvislosti s usnesením o zvýšení základního kapitálu rozhodnout, že všechny akcie budou upsány obchodníkem s cennými papíry (aranžérem emise) na základě smlouvy o obstarání vydání cenného papíru, který je následně rozprodán na sekundárním trhu. Dále může valná hromada rozhodnout o přípustnosti upisování akcií nad částku navrhovaného zvýšení s omezením či bez omezení s tím, že o konečné částce zvýšení rozhodne určený orgán – typicky představenstvo (viz výše ad b)). V obou uvedených případech by problém naznačený v první větě tohoto odstavce odpadl (s jistou výhradou ve vztahu k možnému rozhodnutí určeného orgánu o nepřipuštění celého upsání akcií nad částku navrhovaného základního kapitálu, nýbrž pouze jeho části – v tomto případě by muselo upisování probíhat tak, aby bylo možné zpětně posoudit, kdo a kdy upsal jakou část akcií, a to z důvodu případného poměrného krácení upsaného počtu akcií jednotlivými upisovateli).



Celé upisování je neúčinné, pokud se ve lhůtě stanovené valnou hromadou nepodaří upsat akcie v navrhované výši zvýšení základního kapitálu. Obchodní zákoník však umožňuje, aby částku chybějící do navrhovaného zvýšení upsali v dodatečné lhůtě jednoho měsíce stávající akcionáři společnosti.

b) Splácení emisního kurzu upsaných akcií

Ve vztahu ke splácení emisního kurzu upsaných akcií obecně platí, že upisovatel je povinen ve lhůtě určené valnou hromadou splatit nejméně 30 % jmenovité hodnoty upsaných akcií určené valnou hromadou, a případné emisní ážio na zvláštní účet u banky, který za tím účelem společnost u banky otevře na své jméno. V procesu veřejné nabídky akcií dochází zpravidla ke splacení plné výše emisního kurzu, což je mimo jiné také jednou z podmínek tzv. formalizovaného zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku (viz subkap. 2.1.7). Až do zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku není společnost oprávněna nakládat s finančními prostředky splacenými na bankovní účet zřízený za účelem splácení emisního kurzu, a také banka nesmí disponovat s těmito prostředky do uvedeného okamžiku společnosti umožnit.

Z právního hlediska vzniká úpisem akcií závazek upisovatele splatit vklad ve výši emisního kurzu všech jím upsaných akcií (tj. jmenovité hodnoty akcií a případného emisního ážia – částky převyšující jmenovitou hodnotu akcie do výše emisního kurzu). Je-li upisovatel v prodlení se splacením emisního kurzu, je jeho upsání neúčinné. Společnost je oprávněna domáhat se náhrady škody, která by v důsledku neúčinnosti upsání upisovatele vznikla (např. stalo-li by se celé upsání neúčinným v důsledku neúčinnosti upsání upisovatele v prodlení).

Společnost je podle obchodního zákoníku povinna upisovateli vydat při splacení vkladu nebo jeho části před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku písemné potvrzení, které musí obsahovat údaj o druhu, formě, podobě, počtu a jmenovité hodnotě upsaných akcií, celkové hodnotě emisního kurzu upsaných akcií a rozsahu splacení emisního kurzu upsaných akcií. Toto potvrzení je společnost povinna vydat bez ohledu na to, zda vydala poukázky na akcie, s výjimkou případu, kdy by společnost vydávala poukázky na všechny upsané akcie, což předpokládá plné splacení emisního kurzu všemi upisovateli. Po zápisu výše základního kapitálu do obchodního rejstříku vymění společnost bez zbytečného odkladu toto potvrzení za zatímní list nebo za akcie společnosti, pokud byl emisní kurz zcela splacen.

Je-li upisování z jakéhokoli důvodu neúčinné, je společnost povinna vrátit bez zbytečného odkladu upisovatelům částku zaplacenou při upsání akcií spolu s úrokem ve výši úroku obvykle poskytované bankami podle smlouvy o běžném účtu ke dni, kdy vznikla povinnost vrátit zaplacenou částku, v místě, v němž má společnost sídlo.

4.2.1.6 Případné vydání tzv. poukázek na akcii

Obchodní zákoník upravuje v souvislosti se zvýšením základního kapitálu upsáním nových akcií tzv. poukázku na akcie jakožto zvláštní druh cenného papíru, který může vydat jen akciová společnost a se kterým jsou spojena veškerá práva upisovatele – zejména tedy právo na vydání akcií vydávaných na zvýšení základního kapitálu po zápisu zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku či na vrácení emisního kurzu upsaných akcií, pokud by byl úpis neplatný nebo neúčinný.

Poukázky na akcie (využití této možnosti je nepovinné) může společnost vydat pouze na základě rozhodnutí valné hromady v případě zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií, jejichž převoditelnost není omezena, a to před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku, pokud upisovatel, kterému mají být poukázky vydány, zcela splatil emisní kurz jím upsaných akcií, na něž mají být poukázky vydány. S poukázku na akcie není bez dalšího možné přímo obchodovat na veřejném trhu, ale je s ní možno obchodovat mimo veřejné trhy, zejména prostřednictvím obchodníků s cennými papíry obstarávajícími úpis nové emise akcií. Technické aspekty a varianty nevhodnějšího využití poukázek na akcie při procesu IPO v konkrétním případě je třeba konzultovat s právními a ekonomickými poradci.

Úprava poukázky na akcii byla vložena do obchodního zákoníku s účinností od 31. 12. 2001 se záměrem umožnit v mezidobí od úpisu akcií do jejich vydání disponovat investicí představovanou uhrazením emisního kurzu upsaných akcií formou převodu práv upisovatele. Byly tak odstraněny pochybnosti, které do té doby existovaly v teorii i praxi ohledně přípustnosti převádět práva upisovatele. Poukázka na akcie je zvláštním druhem cenného papíru, na který se nevztahují ustanovení občanského zákoníku o poukázce na cenné papíry.

4.2.1.7 Zápis zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku (tzv. druhý zápis)

Po upsání všech akcií odpovídajících rozsahu zvýšení základního kapitálu schváleného rozhodnutím valné hromady a po splacení alespoň 30 % jmenovité hodnoty upsaných akcií je představenstvo povinné podat návrh na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku. Pro účely veřejné nabídky akcií je však nevhodnější, aby valná hromada rozhodující o zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií na základě veřejné nabídky rozhodla o povinnosti upisovatelů splatit emisní kurz akcií zcela. Zákon o cenných papírech sice umožňuje organizátorovi veřejného trhu udělit výjimku z požadavku na úplné splacení emisního kurzu cenného papíru přijímaného k obchodování na veřejném trhu, v praxi je však nejlépe doporučit, aby byl celý emisní kurz splacen ještě před podáním návrhu na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

Byly-li upsány akcie nad navrženou částku zvýšení základního kapitálu, je upsání nad tuto částku účinné teprve poté, co orgán pověřený valnou hromadou (nejčastěji



představenstvo) rozhodne o schválení upsání nad navrhovanou částku zvýšení. Až poté je tedy možné podat návrh na zápis výše základního kapitálu do obchodního rejstříku. Pokud pověřený orgán neschválí upsání akcií nad navrhovanou částku zvýšení základního kapitálu v celém rozsahu tohoto upsání, odmítne tím i vydat akcie upsané nad nový rozsah zvýšení. Společnost je pak povinna vrátit upisovateli, jehož úpis odmítla, splacenou část emisního kurzu upsaných akcií spolu s úrokem ve výši obvykle poskytované bankami podle smlouvy o běžném účtu ke dni, kdy vznikla povinnost vrátit tuto částku, a to v místě, v němž má společnost sídlo.

V zájmu co největšího zkrácení lhůty pro tzv. druhý zápis (tzn. zápis nové výše základního kapitálu) do obchodního rejstříku byla s účinností taktéž od 31. 12. 2001 zavedena úprava tzv. formalizovaného zápisu – za splnění zákonem stanovených podmínek je rejstříkový soud povinen vydat rozhodnutí o návrhu zápisu ve lhůtě 3 dnů od jeho doručení soudu nebo od odstranění vad podání.

4.2.1.8 Vydání akcií

Pokud bylo zvýšení základního kapitálu zapsáno do obchodního rejstříku, podá představenstvo společnosti (samo nebo prostřednictvím obchodníka s cennými papíry – aranžéra emise či svého právního poradce) v případě zaknihovaných akcií příkaz SCP k vydání zaknihovaných akcií a jejich připsání na účty upisovatelů akcií (příp. majitelů poukázek na akcie, byly-li vydány), a to přímo nebo prostřednictvím společnosti Univyc a. s., dceřiné společnosti BCPP nebo prostřednictvím RMS. Je nutno podotknout, že zaknihovaná podoba akcií je v případě jejich přijetí k obchodování na veřejném trhu praktičtější než podoba listinná, neboť, jak již bylo uvedeno, RMS organizuje obchody pouze se zaknihovanými cennými papíry. BCPP sice umožňuje obchodování s listinnými cennými papíry (pouze však vydanými ve formě na majitele), avšak obecnou podmínkou přijetí listinných cenných papírů k obchodování na veřejném trhu je jejich vytištění v tiskárně s příslušným státním povolením a splnění technických požadavků vyhlášky Ministerstva financí, což je velmi nákladné.

4.2.1.9 Přijetí na veřejný trh

K přijetí na veřejný trh dochází na základě žádosti emitenta (viz subkap. 1.2). V současné době zákon stanoví na akcie přijímané k obchodování na veřejném trhu následující požadavky:

- předpokládaný kurz akcií násobený jejich počtem dosahuje 1 000 000 EUR s tím, že nelze-li předpokládaný kurz odhadem určit, musí dosahovat uvedených částek vlastní kapitál emitenta akcií;
- emitent uveřejnil účetní závěrku v souladu se zvláštním zákonem¹¹ nejméně za tři

po sobě následující roky předcházející roku, ve kterém je podána žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu;

- není vyloučena ani omezena převoditelnost akcií;
- je plně splacen emisní kurz akcií;
- byl úspěšně ukončen případný úpis nebo případné obdobné objednávání na základě veřejné nabídky;
- mezi veřejnost je rozptýleno alespoň 25 % jmenovité hodnoty všech kusů akcií, které mají být přijaty k obchodování na veřejném trhu, nebo alespoň takové nižší množství, které s ohledem na svůj značný objem a rozptyl mezi veřejností zaručuje bezproblémové obchodování na veřejném trhu;
- žádost o přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu se vztahuje na všechny kusy stejného druhu akcií;
- emise byla vydána v jedné podobě a všechny její kusy mají jen jednu jmenovitou hodnotu a přidělen stejný ISIN.

U většiny uváděných kritérií je organizátor veřejného trhu oprávněn povolit výjimky za podmínek stanovených zákonem. Detailní popis možností organizátorů ohledně výjimek přesahuje rámec této publikace, nicméně je vhodné uvést, že BCPP plošně povoluje výjimku z požadavku uveřejnění 3 po sobě jdoucích účetních uzávěrek pro emitenty žádající o přijetí k obchodování na novém trhu. Umožňuje tak přijímat akcie společností s alespoň jednoletou historií. Dostatek informací pro investory je v tomto případě zajišťován jinými způsoby.

V případě BCPP jsou podrobnosti přijímacího procesu stanoveny burzovními pravidly. O žádosti o přijetí rozhoduje koteční výbor, v němž jsou kromě pracovníků burzy zastoupeni i odborníci z kapitálového trhu. K žádosti je třeba přiložit zejména:

- doklad o přidělení ISIN;
- ověřený prospekt schválený Komisí s uvedením data, způsobu a místa jeho uveřejnění;
- konsolidované řádné účetní závěrky včetně příloh k řádné účetní závěrce a auditorských zpráv za poslední tři roky před podáním žádosti nebo existuje-li emitent méně než tři roky, za tuto kratší dobu;
- text oznámení o přijetí na nový trh burzy, schválený Komisí, který bude burzou uveřejněn bezprostředně po rozhodnutí o přijetí;

11) Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.



- jde-li o listinné cenné papíry, čtyři vzory listinného cenného papíru a popis jeho technického provedení nebo potvrzení národního nebo mezinárodního depozitáře o zaevidování emise;
- výpis z obchodního rejstříku ne starší než 3 měsíce před podáním žádosti;
- společenskou smlouvu nebo stanovы emitenta.

Výbor rozhodne do 60 dnů od doručení žádosti, pokud si od emitenta nevyžádá doplňující informace. V praxi však výbor rozhoduje zpravidla rychleji, opět záleží na kvalitě a úplnosti předkládaných materiálů. BCPP oznámí rozhodnutí o přijetí ve svém věstníku a uveřejní je na svých webových stránkách před zahájením obchodování.

U RMS upravuje podrobnosti přijímání cenných papírů Tržní řád RMS schválený Komisí.

Přílohou žádosti musí být zejména:

- výpis z obchodního rejstříku emitenta ne starší než 3 měsíce;
- prospekt;
- doklad o tom, že Komise pro cenné papíry prospekt cenného papíru schválila;
- doklad o přidělení ISIN;
- roční účetní závěrky včetně příloh k roční účetní závěrce nejméně za tři po sobě následující roky předcházející roku, ve kterém je podána žádost;
- písemné prohlášení emitenta, že prospekt je zpracován v souladu s § 75 zákona o cenných papírech;
- písemné prohlášení emitenta, že emise je zcela splacena, případně uvedení její nesplacené části;
- písemné prohlášení emitenta, že mezi veřejnost je rozptýleno alespoň 25 % jmenovité hodnoty akcií; je-li rozptýlenost emise menší než 25 % v prohlášení je třeba uvést, zda existuje vlastník, který vlastní 75 % nebo více jmenovité hodnoty emise;
- písemné prohlášení emitenta, že přijetím cenného papíru uvedeného v žádosti na trh RMS přijímá všechny povinnosti vyplývající z tržního řádu a obecně závazných právních předpisů.

O přijetí rozhoduje ředitel RMS do 2 měsíců od doručení žádosti, přičemž je oprávněn vyžádat si doplnění žádosti. I zde lze předpokládat rychlejší rozhodnutí v případě řádného doručení všech podkladů.

4.3 Emise dluhopisů krok za krokem

Při emisi dluhopisů jsou mnohé kroky velmi podobné jako při emisi akcií. Emitentem dluhopisu může být jen právnická osoba, pokud zvláštní předpis této právnické osobě emisi dluhopisů nezakazuje. V našem modelovém případě budeme uvažovat o emisi dluhopisů vydávaných akciovou společností, které mají být veřejně nabízeny a přijaty k obchodování na vedlejším trhu BCPP a na trhu RMS.

4.3.1 Postup při emisi dluhopisů

4.3.1.1 Rozhodnutí představenstva společnosti o vydání emise dluhopisů

O emisi dluhopisů rozhoduje zpravidla statutární orgán společnosti. V případě akciové společnosti je to představenstvo, stanovы však mohou rozhodnutí o emisi dluhopisů (např. od určitého vyššího objemu) vyhradit do působnosti valné hromady. Vydání dluhopisů je méně administrativně náročné než vydání akcií, protože se jím nemění struktura akcionářů společnosti. Výjimkou je v tomto případě vydání vyměnitelných dluhopisů, které naopak změnu struktury akcionářů vyvolat může a je co do právních a regulačních důsledků určitou kombinací emise akcií a dluhopisů.

4.3.1.2 Příprava a schválení emisních podmínek a prospektu

Emitent může vydat dluhopis jen tehdy, jestliže:

- Komise schválí emisní podmínky dluhopisu;
- Komise schválí prospekt a přidělí dluhopisům ISIN.

Emisní podmínky dluhopisu vymezují práva a povinnosti emitenta a majitele dluhopisu a musí obsahovat zejména:

- údaje o emitentovi;
- údaje charakterizující podrobně dluhopis (zejména název dluhopisu, jeho jmenovitou hodnotu, podobu, formu apod.);
- výnos dluhopisu nebo způsob jeho stanovení a pokud jsou s dluhopisem spojeny další výhody pro investora, způsob jejich stanovení, způsob splacení dluhopisu a místa výplat;



- informace o zdaňování výnosu dluhopisu;
- závazek emitenta splatit ke dni splatnosti dluhopisu jeho jmenovitou hodnotu;
- lhůtu určenou pro vydání emise dluhopisu (tzv. emisní lhůta);
- emisní kurz a pro případ, že emisní kurz bude určován kurzem dosaženým v aukci, způsob aukce;
- údaje o způsobu a místu upisování dluhopisů;
- údaje o účasti osob, které se podílejí na zabezpečení vydání dluhopisu (o aranžéroví emise);
- informace o promlčení práv z dluhopisu (práva z dluhopisů se promlčují uplynutím 10 let ode dne jejich splatnosti);
- závazek emitenta zacházet za stejných podmínek se všemi majiteli dluhopisu stejně, případné právo emitenta zvýšit objem emise a podmínky tohoto zvýšení;
- u dluhopisu, jehož splacení nebo vyplacení výnosu z něho je zajištěno ručitelským závazkem, znění ručitelského závazku;
- u dluhopisu, jehož splacení nebo vyplacení výnosu z něho je zajištěno zástavou, údaje o této zástavě;
- u dluhopisu, jehož splacení je spojeno s losováním, způsob losování;
- případný závazek emitenta, že do doby splatnosti emise dluhopisu nebude vydávat lépe zajištěné dluhopisy, nebo případný závazek tento dluhopis dodatečně zajistit stejně jako tyto další dluhopisy;
- označení organizátora veřejného trhu, u kterého emitent hodlá požádat o přijetí dluhopisu k obchodování na veřejném trhu podle zákona o cenných papírech;
- zda a kým bylo provedeno ohodnocení finanční způsobilosti emitenta (rating) a s jakým výsledkem, nebo informaci, že ohodnocení nebylo provedeno.

Emisní podmínky musí být zdarma předány prvnímu nabyvateli dluhopisu. Vzhledem k tomu, že emisní podmínky plní úlohu prospektu v rozsahu, v jakém obsahují náležitosti prospektu, musí být uveřejněny stejným způsobem jako prospekt. Ten tedy u dluhopisů nemusí obsahovat údaje již obsažené v emisních podmínkách. Prospekt musí obecně obsahovat následující skupiny informací:

- minimální náležitosti prospektu plynoucí z vyhlášky Komise;
- informace, jejichž uvedení do prospektu požadují burzovní pravidla;
- ostatní informace nezbytné k přesnému a správnému posouzení cenného papíru a jeho emitenta (záleží na konkrétní situaci).

Současně se žádostí o schválení prospektu a emisních podmínek je třeba Komisi podat žádost o přidělení ISIN¹², tj. jedinečného identifikačního čísla cenných papírů vydaných jako součást téže emise, neboť tento údaj je jednou z náležitostí prospektu a emisních podmínek. Přidělení ISIN není nijak zpoplatněno. O přidělení ISIN je třeba žádat i v případě, kdy dochází k vydání nové emise, již dojde k navýšení již existujících emise dluhopisů, které byl ISIN již přidělen (tento postup však v případě dluhopisů nebude příliš obvyklý). K navýšení emise může dojít jen v případě, kdy nové a staré dluhopisy jsou plně zastupitelné, tj. jsou s nimi spojena stejná práva a jsou zcela shodné co do druhu, podoby, formy, jmenovité hodnoty apod. Naproti tomu není třeba žádat o přidělení ISIN dluhopisům, které jsou vydávány jako součást téže emise v rámci emisní lhůty.

Emitent musí do prospektu konkrétně zahrnout zejména následující údaje:

A. Úvodní informace

- údaje o osobách odpovědných za sestavení prospektu a jejich čestné prohlášení, že uvedené informace odpovídají skutečnosti;
- údaje o auditorech společnosti;
- čestné prohlášení emitenta o převzetí odpovědnosti za správnost prospektu;
- prohlášení člena BCPP, že ověřil prospekt z hlediska jeho souladu s platnými právními předpisy a předpisy BCPP;
- informace, že BCPP přijetím cenného papíru k burzovnímu obchodu nepřebírá žádné závazky z těchto cenných papírů.

B. Údaje o cenných papírech

- druh, počet a číselné označení dluhopisů;

¹² Formulář pro přidělení ISIN je dostupný na webu Komise www.sec.cz v sekci Informace pro profesionály/Formuláře.



- prohlášení emitenta o existenci jakéhokoliv rozhodnutí valné hromady či právu statutárního orgánu společnosti učinit rozhodnutí o emisi akcií nebo jakkoli jinak ovlivnit výši základního kapitálu či strukturu akcionářů (např. vydáním vyměnitelných dluhopisů);
- pořadí práva na uspokojení pohledávek z dluhopisů v poměru k ostatním existujícím nebo budoucím závazkům emitenta.

C. Údaje o emitentovi

- základní údaje identifikující emitenta;
- datum založení a doba, na kterou byl založen;
- právní řád a předpis, podle kterého byl emitent založen;
- místa, kde jsou k nahlédnutí veškeré dokumenty a materiály týkající se emitenta uváděné v prospektu;
- podrobné údaje o základním kapitálu emitenta a jeho struktuře;
- podrobné údaje o činnosti emitenta;
- údaje o majetku, závazcích, finanční situaci, zisku a ztrátách;
- údaje o statutárních a dozorčích orgánech;
- údaje o vývoji činnosti emitenta a jeho vyhlídkách.

Takto připravený prospekt by měl být spolu s emisními podmínkami, případným písemným prohlášením ručitele, že převzal ručení za splnění povinností emitenta, případným písemným prohlášením osoby, která se zavázala zabezpečit vydání dluhopisu (aranžéra emise), a vzorovým výtiskem listinného cenného papíru (jestliže budou dluhopisy vydány v listinné podobě) přiložen k žádosti o jeho schválení a zaslán Komisi. Žádost by měla obsahovat označení veřejných trhů, na kterých bude žádáno o přijetí dluhopisů k obchodování, údaj o tom, že má být činěna veřejná nabídka. Komise tento prospekt do 2 měsíců schválí, nebo do 30 dnů od doručení požádá o doplnění. Žádost o schválení prospektu a emisních podmínek podléhá správnímu poplatku ve výši 10 000 Kč, žádost o zúžení obsahu prospektu poplatku ve výši 3 000 Kč. Jestliže do 6 měsíců od nabytí právní moci rozhodnutí o schválení emisních podmínek emitent nezahájí vydávání dluhopisu, pozbývá toto rozhodnutí platnosti.

4.3.1.3 Uveřejnění prospektu

Emitent může zvolit uveřejnění prospektu v plném znění ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku anebo ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta, přičemž zvolený způsob uveřejnění prospektu musí být zveřejněn v Obchodním věstníku. Spolu s prospektem musí být uveřejněny i emisní podmínky. O volbě způsobu uveřejnění prospektu jsme již hovořili v obecné části věnované prospektu. Emisní podmínky musí být rovněž zdarma předány prvnímu nabyvateli.

4.3.1.4 Upisování, vydávání a veřejná nabídka dluhopisů

Zákon nestanovuje požadavky na způsob uveřejnění veřejné nabídky, bude záležet na společnosti a na doporučení jejích poradců, jaký způsob bude v daném případě nejvhodnější (denní tisk, síť Internet, televize, rozhlas, adresné oslovení vybraných potenciálních zájemců, kombinace těchto prostředků). Ke zveřejnění lze použít i Obchodní věstník, i když zákon povinnost zveřejnění v Obchodním věstníku nestanoví (blíže viz kap. 2.).

Podstatné je, že nejpozději současně s veřejnou nabídkou k upsání dluhopisů musí společnost uveřejnit prospekt a emisní podmínky schválené Komisí. Obchodní zákoník ani zákon o dluhopisech či zákon o cenných papírech nestanoví požadavky na obsah veřejné nabídky. Z povahy a účelu veřejné nabídky lze však dovodit alespoň tyto podstatné náležitosti veřejné nabídky:

- a. identifikační údaje společnosti, která veřejnou nabídku činí (firma, sídlo, IČ, předmět podnikání);
- b. určení místa či míst a dobu upisování dluhopisů;
- c. postup při upisování dluhopisů;
- d. emisní kurz nebo způsob jeho určení (může jej určit představenstvo v závislosti na aktuální situaci na kapitálovém trhu a indikacích ohledně poptávky po akciích zjištěné obchodníkem s cennými papíry – aranžérem emise např. v rámci intervalu schváleného valnou hromadou, jestliže o vydání dluhopisů rozhoduje podle stanov společnosti valná hromada).



Na základě zájmu vyvolaného veřejnou nabídkou dojde k upsání a následnému vydání dluhopisů. V praxi je běžné, že celou emisi dluhopisů upíše jeden nebo více obchodníků, kteří potom zájemcům získaným veřejnou nabídkou vydané dluhopisy dále prodají. Z časového hlediska se tedy veřejná nabídka, úpis a vydání dluhopisů prolíná.

Emitent může vydat dluhopisy i v menším objemu než předpokládal a než bylo schváleno v prospektu a emisních podmínkách, a to v případě, kdy se mu do konce emisní lhůty nepodaří předpokládaného objemu emise dosáhnout. Celkový upsaný objem emise však musí do konce emisní lhůty činit alespoň 200 000 EUR, resp. ekvivalent této hodnoty vyjádřený v české měně. Jestliže tohoto objemu do konce emisní lhůty dosaženo není, musí emitent vrátit zaplacený emisní kurz do 15 dnů od konce emisní lhůty spolu s úrokem ve výši obvykle poskytované bankami podle smlouvy o běžném účtu. Emitent však může dluhopisy vydat i ve větším než předpokládaném objemu, nebyla-li do konce emisní lhůty uspokojena poptávka investorů. V každém ze zmíněných případů, kdy není přesně upsána předpokládaná výše emise, nebo kdy je emitent nucen vrátit emisní kurz, musí emitent bez zbytečného prodlení po ukončení emisní lhůty oznámit Komisi a SCP své rozhodnutí upsat větší nebo menší objem dluhopisů a své rozhodnutí uveřejnit stejně jako uveřejnil emisní podmínky. Stejným způsobem emitent musí postupovat v případě, kdy je povinen vrátit emisní kurz.

Dluhopisy mohou být vydány v listinné nebo zaknihované podobě, přičemž zaknihovaná podoba je vhodnější v případě jejich přijetí k obchodování na veřejném trhu. Jak již bylo uvedeno, RMS organizuje obchody pouze se zaknihovanými cennými papíry. BCPP, a. s. sice umožňuje obchodování s listinnými cennými papíry (pouze však vydanými ve formě na majitele), avšak obecnou podmínkou přijetí listinných cenných papírů k obchodování na veřejném trhu je jejich vytištění v tiskárně s příslušným státním povolením a splnění technických požadavků vyhlášky ministerstva financí, což je nákladné. Emitent může vydat také tzv. sběrný dluhopis, což je listinný dluhopis, na jehož celkové jmenovité hodnotě se majitelé podílejí určitým počtem kusů dílčích dluhopisů (sběrný dluhopis tak reprezentuje všechny dluhopisy téže emise). Majitel podílu na sběrném dluhopisu je majitelem takového počtu jednotlivých dílčích dluhopisů, který odpovídá podílu na sběrném dluhopisu. Majitel podílu na sběrném dluhopisu má veškerá práva jako majitel dluhopisu a je oprávněn požadovat na emitentovi, aby mu v souladu s emisními podmínkami vydal příslušné kusy dluhopisů. Vydání sběrného dluhopisu musí být stanoveno v emisních podmínkách.

4.3.1.5 Přijetí dluhopisů na veřejný trh

K přijetí na veřejný trh dochází na základě žádosti emitenta (viz subkap. 1.2). V současné době zákon stanoví na dluhopisy přijímané k obchodování na veřejném trhu následující požadavky:

- celková hodnota emise určená emisním kurzem dluhopisu dosahuje 200 000 EUR, resp. ekvivalent této hodnoty vyjádřený v české měně;
 - emitent uveřejnil účetní závěrku v souladu se zvláštním zákonem nejméně za tři po sobě následující roky předcházející roku, ve kterém je podána žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu;
 - není vyloučena ani omezena převoditelnost dluhopisů;
 - je plně splacen emisní kurz;
 - byl úspěšně ukončen případný úpis nebo případné obdobné objednávání na základě veřejné nabídky;
 - žádost o přijetí dluhopisů k obchodování na veřejném trhu se vztahuje na všechny kusy téže emise;
 - jde-li o vyměnitelný nebo prioritní dluhopis, na veřejný trh jsou již přijaty akcie jeho emitenta, za které mají být dluhopisy vyměněny;
 - emise byla vydána v jedné podobě a všechny její kusy mají jen jednu jmenovitou hodnotu a přidělen stejný ISIN.
- U většiny uváděných kritérií je organizátor veřejného trhu oprávněn povolit výjimky za zákonem stanovených podmínek.
- U BCPP jsou podrobnosti přijímacího procesu stanoveny burzovními pravidly. O žádosti o přijetí rozhoduje koteční výbor, v němž jsou kromě pracovníků burzy zastoupeni i odborníci z kapitálového trhu. K žádosti je třeba přiložit zejména:
- doklad o přidělení ISIN;
 - ověřený prospekt schválený Komisí s uvedením data, způsobu a místa jeho uveřejnění;
 - smlouva emitenta s bankou nebo jinou oprávněnou osobou (s administrátorem emise), která bude vyplácet výnosy a jejímž prostřednictvím budou majitelé uplatňovat svá práva vyplývající z dluhopisu;
 - konsolidované řádné účetní závěrky včetně příloh k řádné účetní závěrce a auditorských zpráv za poslední tři roky před podáním žádosti nebo, existuje-li emitent méně než tři roky, za tuto kratší dobu;



- text oznámení o přijetí na vedlejší trh burzy, schválený Komisí, který bude burzou uveřejněn bezprostředně po rozhodnutí o přijetí;
- jde-li o listinné cenné papíry, čtyři vzory listinného cenného papíru a popis jeho technického provedení nebo potvrzení národního nebo mezinárodního depozitáře o zaevidování emise;
- výpis z obchodního rejstříku, ne starší než 3 měsíce před podáním žádosti;
- společenskou smlouvu nebo stanovы emitenta.

Kotační výbor rozhodne do 60 dnů od doručení žádosti, pokud si od emitenta nevyžádá doplňující informace. V praxi však výbor rozhoduje zpravidla rychleji, opět záleží na kvalitě a úplnosti předkládaných materiálů. BCPP oznámí rozhodnutí o přijetí ve svém věstníku a uveřejní ho na svých webových stránkách před zahájením obchodování.

U RMS upravuje podrobnosti přijímání cenných papírů Tržní řád RMS schválený Komisí (viz subkap. 4.2.1.9).

4.4 Další život společnosti po vydání cenných papírů

Upsáním a přijetím cenných papírů k obchodování na veřejném trhu společnost navázala vztah s investory, o který je třeba nadále pečovat. Žádný rozumný investor by své peníze dlouhodobě neuložil do společnosti nebo jí je nepůjčil, aniž by měl do budoucna zajištěno, že bude dostávat informace, jak si společnost vede. Proto zákon stanoví emitentům registrovaných cenných papírů (tj. cenných papírů přijatých k obchodování na veřejném trhu) povinnost pravidelně a průběžně informovat investory. Kromě zákonných požadavků musí emitent informovat i o dalších skutečnostech, vyžadují-li to pravidla organizátora veřejného trhu. Čím prestižnější trh, tím více informací od emitentů zpravidla vyžaduje. Tyto dodatečné informační povinnosti mají společnosti, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na hlavním, vedlejším a novém trhu BCPP. Podrobně jsou tyto povinnosti upraveny v burzovních pravidlech BCPP.

4.4.1 Pravidelná informační povinnost

Zákon ukládá emitentům registrovaných cenných papírů (akcií i dluhopisů) povinnost uveřejňovat pravidelně výroční a pololetní zprávu. **Výroční zprávu** musí emitent uveřejnit nejpozději do 4 měsíců od skončení kalendářního nebo hospodářského roku, a to buď ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku nebo ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta a organizátorů veřejných trhů, kde se cenný papír obchoduje (tento druhý způsob v praxi jednoznačně převažuje). V této lhůtě musí být výroční zpráva doručena i Komisi. Informace a číselné údaje uvedené ve výroční zprávě musí poskytnout investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, podnikatelské činnosti a hospo-

dářských výsledcích společnosti a o vyhlídkách jejího budoucího vývoje. Kromě účetní závěrky v nezkrácené formě musí výroční zpráva obsahovat informace o finanční situaci, činnosti a předmětu podnikání emitenta v rozsahu údajů uváděných v prospektu, jakož i další významné informace, zejména údaje o všech příjmech a tantiémách členů statutárních a dozorčích orgánů za uplynulé roční období a o peněžních vztazích mezi emitentem a jím ovládanými osobami. Jestliže není účetní závěrka do 4 měsíců od skončení kalendářního nebo hospodářského roku ověřena auditorem, je povinen doplnit uveřejněnou výroční zprávu o uveřejnění zprávy auditora a to bez zbytečného odkladu poté, co tuto zprávu auditora obdrží. Emitent rovněž musí zprávu auditora bez zbytečného odkladu po jejím vyhotovení doručit Komisi a to nejpozději v den jejího uveřejnění. Výroční zpráva musí také být k dispozici účastníkům valné hromady schvalující řádnou roční účetní závěrku ověřenou auditorem. Jestliže valná hromada tuto závěrku neschválí, je emitent povinen do 1 měsíce uveřejnit novou výroční zprávu obsahující důvody neschválení účetní závěrky a postup řešení připomínek valné hromady.

Pololetní zprávu musí emitent registrovaného cenného papíru uveřejnit nejdéle do 1 měsíce po skončení prvního pololetí kalendářního nebo hospodářského roku a to stejným způsobem, jakým je možné uveřejnit výroční zprávu (viz předchozí odstavec). Obsah pololetní zprávy je předepsán zákonem, který stanoví, že zpráva musí obsahovat číselné údaje v rozsahu rozvahy a výkazu zisků a ztrát (nikoli účetní závěrku jako výroční zpráva), včetně údajů za první pololetní předchozího roku, a popisnou část, která musí obsahovat informace popisující vývojové tendence podnikatelské činnosti a hospodářských výsledků emitenta v prvním pololetí, včetně výhledu na druhé pololetí a faktory, které podnikatelskou činnosti a hospodářské výsledky v prvním pololetí ovlivnily. Zpráva auditora musí být v pololetní zprávě obsažena, jen když auditor údaje obsažené v pololetní zprávě ověřil (tj. není povinná). Pololetní zpráva musí být doručena Komisi do 1 měsíce po skončení prvního pololetí kalendářního nebo hospodářského roku, nejpozději však v den jejího uveřejnění. Komise je oprávněna povolit zúžení obsahu pololetní zprávy, jestliže se tím zpráva nestane klamavou a jestliže bude zúžena jen o informace, jejichž uveřejnění by bylo v rozporu s veřejným zájmem nebo jejichž uveřejnění by mohlo významně poškodit emitenta.

V souvislosti s povinnostmi společnosti-emitenta registrovaných cenných papírů je třeba zmínit problematiku povinného přechodu na mezinárodní účetní standardy (používá se pro ně mezinárodní zkratka IAS/IFRS).¹³ V souladu s příslušnými předpisy Evropské unie¹³ a na jejich základě provedenou novelizací českého zákona o účetnictví budou společnosti, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném veřejném trhu, povinny používat od vstupu ČR do Evropské unie mezinárodní účetní standardy, a to jak pro sestavení konsolidované, tak nekonsolidované účetní závěrky. Tato povinnost může zejména v počátečním období pro společnosti znamenat zvýšené náklady. Cílem tohoto opatření v rámci EU je dosažení jednotné informační platformy pro uživatele výročních a pololetních zpráv emitentů a možnost snadného srovnání jejich výsledků a výkonnosti.

13) Nařízení (ES) č. 1606/2002 Evropského parlamentu a Rady ze dne 19. července 2002, o používání mezinárodních účetních standardů.

4.4.2 Průběžná informační povinnost

Emitenti registrovaných cenných papírů musí také veřejnost průběžně informovat o skutečnostech stanovených zákonem a to neprodleně poté, co nastanou. Komise ke způsobu a rozsahu uveřejňování těchto informací vydala podrobné stanovisko sloužící emitentům jako určitý manuál.¹⁴ Emitent je zejména povinen uveřejnit způsobem stanoveným pro uveřejňování výroční zprávy veškeré změny v právech vztahujících se k registrovanému cennému papíru. Dále musí předložit organizátorovi veřejného trhu, na němž je cenný papír přijat k obchodování, všechny informace potřebné k ochraně investorů nebo k zajištění hladkého fungování trhu a podle požadavku organizátora tyto informace uveřejnit způsobem stanoveným pro uveřejnění výroční zprávy. Pro emitenty registrovaných akcií a registrovaných dluhopisů zákon dále stanovuje i některé další okruhy informací resp. skutečností, které je emitent povinen zveřejnit.

Emitent registrovaných dluhopisů je povinen s dostatečným předstihem uveřejňovat informace o výplatě výnosů, splácení dluhopisů, výkonu práv z vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů. Dále musí neprodleně uveřejňovat informace o veškerých přijatých půjčkách nebo úvěrech a zárukách nebo jiných zajištěních poskytnutých v souvislosti s nimi a o všech dalších skutečnostech, které mohou negativně a podstatně ovlivnit schopnost emitenta plnit jeho závazky vyplývající z jím vydaných dluhopisů.

Emitent registrovaných akcií je povinen s dostatečným předstihem uveřejňovat informace o svolání valné hromady, výplatě dividend, vydání nových akcií, výkonu práv z vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů apod. Během roku tento emitent rovněž musí bez zbytečného odkladu uveřejňovat podstatné změny, které nejsou veřejně známy a které se týkají hospodářské (zejména finanční) situace emitenta nebo jiných skutečností, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu vydaných akcií. Jak zákon, tak výše zmíněné stanovisko Komise uvádí podrobné příklady takových skutečností.

Zákon nestanovuje, jakým způsobem mají být výše uvedené informace o akciích a dluhopisech uveřejněny. V úvahu připadají z hlediska účelu právní úpravy informační povinnosti následující způsoby uveřejnění:

a. písemným sdělením (inzercí) alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku. V případě, že jsou cenné papíry přijaty k obchodování na zahraniční burze, pak také v takových denících příslušného státu;

b. jako zprávy agentury, která se zabývá bezplatným šířením finančních informací;

c. na webových stránkách emitenta.

Komise považuje způsoby uveřejnění uvedené v bodech a) a b) za ekvivalentní, emitent si může zvolit jeden z nich nebo je může použít oba současně. Je žádoucí, aby emitenti použili též způsob uvedený v bodě c), ten však sám o sobě není dostačující. Organizátoři veřejných trhů mají ve svých pravidlech často zakotveno, že emitent musí tyto informace poskytnout i jim.

14) Toto stanovisko „Průběžná informační povinnost emitentů registrovaných cenných papírů ve vztahu k cenově citlivým informacím“ je dostupné na webu Komise www.sec.cz v sekci Kapitálový trh podle témat/Emitenti cenných papírů/Průběžná informační povinnost.

Univerzální vypořádací centrum

pro

- burzovní i mimoburzovní obchody
- primární emise cenných papírů
- obchody se zahraničními cennými papíry
- vypořádání privatizačních projektů

dále

- správa a řízení vkladů do Garančního fondu burzy
- vedení evidence pro sběrné dluhopisy
- půjčování cenných papírů
- úschova a správa cenných papírů

Seznam obchodníků s cennými papíry, kteří jsou oprávněni poskytovat investiční službu upisování nebo umístování emise investičních instrumentů k 1. 1. 2004

**ABN AMRO
Asset Management (Czech), a. s.**
IČ: 0063470411
Hilleho 1843/6
602 00 Brno

E-mail: aaam@cz.abnamro.com
Telefon: 545423454

ABN AMRO Bank N.V.
IČ: 0047607921
Lazarská 3/1718
110 00 Praha 1

E-mail: pavel.cech@cz.abnamro.com
Telefon: 244052386

ATLANTIK finanční trhy, a. s.
IČ: 0026218062
Vinohradská 230
100 00 Praha 10

E-mail: ib@atlantik.cz
Telefon: 225010226

ATLANTA SAFE, a. s.
IČ: 0045794952
Václavské nám. 772/2
110 00 Praha 1

E-mail: karel.krob@atlanta.cz
Telefon: 296325453

BH Securities, a. s.
IČ: 0060192941
Anežská 10/986
110 00 Praha 1

E-mail: bhs@bhs.cz
Telefon: 221892211

**BODY INTERNATIONAL
BROKERS, a. s.**
IČ: 0047116927
Senovážné náměstí 1465/7
110 00 Praha 1

E-mail: sekretariat@body-brokers.cz
Telefon: 224212943

BÖHM & partner, a. s.
IČ: 0025509721
Údolní 567/33
602 00 Brno

E-mail: info@investice.cz
Telefon: 542135151

CAPITAL PARTNERS, a. s.
IČ: 0060281308
Dušní 22
110 05 Praha 1

E-mail: info@capart.cz
Telefon: 224816092

Citibank, a. s.
IČ: 0016190891
Evropská 178
166 40 Praha 6

E-mail: miroslav.lukac@citicorp.com
Telefon: 233061837

**Commerzbank Capital Markets
(Eastern Europe), a. s.**
IČ: 0025055259
Myslíkova 31
110 00 Praha 1

E-mail: igor.malesev@commerzbankib.com
Telefon: 221908111

**COMMERZBANK Aktiengesellschaft,
pobočka Praha**
IČ: 0047610921
Jugoslávská 1
120 21 Praha 2

E-mail: corporate.banking@commerzbank.cz
Telefon: 221193224

Conseq Finance, a. s.
IČ: 0061498246
V Celnici 5/1040
110 00 Praha 1

E-mail: info@conseq.cz
Telefon: 221899222

CREDIT LYONNAIS BANK PRAHA, a. s.
IČ: 0045798435
Ovocný trh 8
117 19 Praha 1

E-mail: lubomir.subert@credityonnais.fr
Telefon: 222076376

Česká spořitelna, a. s.
IČ: 0045244782
Olbrachtova 1929/62
140 00 Praha 4

E-mail: lcupal@csas.cz
Telefon: 224995801

**Českomoravská záruční
a rozvojová banka, a. s.**
IČ: 0044848943
Jeruzalémská 964/4
110 00 Praha 1

E-mail: info@cmzrb.cz
Telefon: 255721111

Československá obchodní banka, a. s.
IČ: 0000001350
Na Příkopě 854/14
115 20 Praha 1 – Nové Město

E-mail: info@csob.cz
Telefon: 261353079

**Deutsche Bank Aktiengesellschaft
Filiale Prag, organizační složka**
IČ: 0060433566
Jungmannova 34
111 21 Praha 1

E-mail: milan.kucera@db.com
Telefon: 221191355

Dresdner Bank CZ, a. s.
IČ: 0044851286
Vítězná 1
150 00 Praha 5

E-mail: juraj.cernicka@dresdner-bank.cz
Telefon: 257006406



EPIC Securities, a. s.

IČ: 0061858781

Karlovo nám. 24
110 00 Praha 1

E-mail: epic@epic.cz

Telefon: 222232425

FIO, burzovní společnost, a. s.

IČ: 0061858374

Senovážné nám. 24
116 47 Praha 1

E-mail: praha@fio.cz

Telefon: 234621206

HSBC Bank plc**pobočka Praha**

IČ: 0065997212

V Celnici 10, Millenium Plaza
117 21 Praha 1

E-mail: hsbc@hsbc.cz

Telefon: 221033504

HVB Bank Czech Republic, a. s.

IČ: 0064948242

Nám. Republiky 3a/2090
110 00 Praha 1

E-mail: milan.riha@cz.hvb-cee.com

Telefon: 221112111

ING Bank N.V.

IČ: 0049279866

Nádražní 344/25
150 00 Praha 5

E-mail: klient@ing.cz

Telefon: 221770444

ING Investment Management (C.R.), a. s.

IČ: 0025102869

Bozděchova 2/344
150 00 Praha 5

E-mail: jozef.sincak@ingim.cz

Telefon: 251091711

Interbanka, akciová společnost

IČ: 0014893649

Václavské nám. 40
110 00 Praha 1

E-mail: info@interbanka.cz

Telefon: 224406260

J&T SECURITIES**(CZECH REPUBLIC), a. s.**

IČ: 0025067532

Pobřežní 297/14
186 00 Praha 8

E-mail: securities@jtbank.cz

Telefon: 221710111

Komerční banka, a. s.

IČ: 0045317054

Na Příkopě 33/969
114 07 Praha 1

E-mail: renata_dobesova@kb.cz

Telefon: 222434056

Patria Direct, a. s.

IČ: 0026455064

Škrétova 12/490
120 00 Praha 2

E-mail: info@patria-direct.cz

Telefon: 221424240

Patria Finance, a. s.

IČ: 0060197226

Škrétova 12/490
120 00 Praha 2 – Vinohrady

E-mail: info@patria.cz

Telefon: 221424111

PPF Asset Management, a. s.

IČ: 0025629123

Na Pankráci 121/1658
140 21 Praha 4

E-mail: info@ppf.cz

Telefon: 844111120

PPF burzovní společnost, a. s.

IČ: 0060196211

Na Pankráci 1658
140 21 Praha 4

E-mail: info@ppf.cz

Telefon: 844111120

První městská banka, a. s.

IČ: 0047116129

Malé náměstí 11
110 00 Praha 1

E-mail: email@pmb.cz

Telefon: 221611202

Raiffeisenbank, a. s.

IČ: 0049240901

Olbrachtova 9
140 21 Praha 4

E-mail: info@rb.cz

Telefon: 800900900

Všeobecná úverová banka, a. s.,**pobočka Praha**

IČ: 0048550019

Celetná 31
111 21 Praha 1

E-mail: pjavorsky@vub.cz

Telefon: 221865300

Volksbank CZ, a. s.

IČ: 0025083325

Heršpická 5
658 26 Brno – město

E-mail: brno.mpalac@volksbank.cz

Telefon: 543525222

WOOD & Company**Financial Services, a. s.**

IČ: 0026503808

Martinská 418/4
110 00 Praha 1

E-mail: jan.sykora@wood.cz

Telefon: 222096111

Živnostenská banka, a. s.

IČ: 0000001368

Na Příkopě 20
113 80 Praha 1

E-mail: info@zivnobanka.cz

Telefon: 224121111



Životopisy autorů publikace

Ing. Libor Cupal

Absolvent stavební fakulty Českého vysokého učení technického v Praze. Od roku 2001 pracuje v České spořitelně a. s., kde je zodpovědný za oblast akciového kapitálového trhu v rámci CEE Investment Banking finanční skupiny Erste Bank. V letech 1994-2000 pracoval v Komerční bance v oblasti Corporate Finance. Byl zapojen do široké řady transakcí na kapitálových trzích, včetně GDRs – globálních depozitních certifikátů a emisí dluhopisů na eurotrhu, resp. 144A. Jeho zkušenosti zahrnují také oblasti projektového financování, fúzí a akvizic a akvizičního financování.

Ing. Pavel Čech

Absolvent jaderné a fyzikálně inženýrské fakulty Českého vysokého učení technického v Praze. V současné době pracuje ve společnosti ABN AMRO Bank N.V., kde je zodpovědný za financování klientů banky prostřednictvím emisí dluhopisů, syndikovaných půjček a dále, ve spolupráci s příslušnými specialisty v Londýně a Amsterdamu, za sekuritizaci a projektové financování. Emisím cenných papírů se věnuje od roku 1994 a účastnil se transakcí pro takové emitenty/dlužníky jako jsou ČSOB, Unipetrol, T-Mobile, Glaverbel Czech, Hlavní město Praha, město Brno, Česká exportní banka, Česká konsolidační agentura a Česká správa letišť.

Ing. František Jakub

Absolvent Vysoké školy ekonomické v Praze, fakulty financí a účetnictví. Do roku 1997 pracoval na Ministerstvu financí České republiky v odboru dozoru nad kapitálovým trhem. Od roku 1997 působil jako zástupce ředitele a vedoucí oddělení organizátorů trhu Úřadu pro cenné papíry MF ČR, v roce 1998 pověřen řízením úřadu. Od roku 1998 člen prezidia Komise pro cenné papíry, od roku 2000 předseda KCP. V současné době působí také jako člen Akademické rady Vysoké školy správní a vědecké rady národohospodářské fakulty Vysoké školy ekonomické v Praze.

Ing. Jan Spurný

Absolvent Vysokého učení technického v Brně a University of Pittsburgh. V současné době působí jako ředitel divize finančních institucí a veřejného sektoru ABN AMRO Bank N.V. a člen představenstva ABN AMRO Asset Management (Czech), a. s. Ve své pozici je zodpovědný za řadu klientů, kteří emitovali tuzemské i zahraniční dluhopisy (např. Hlavní město Praha, město Brno, Česká exportní banka, Česká konsolidační agentura).

Mgr. Marek Spurný

Absolvent Právnické fakulty Univerzity Palackého v Olomouci. Na Komisi pro cenné papíry působí od srpna 1999. Od listopadu 2000 je ředitelem odboru emisí cenných papírů. Do funkční náplně tohoto odboru náleží zejména regulace otázek souvisejících s emisemi veřejně nabízených a registrovaných cenných papírů včetně schvalování prospektů cenných papírů a kontroly plnění informačních povinností emitentů registrovaných cenných papírů. Další významnou oblastí činnosti tohoto odboru je výkon státního dozoru nad nabídkami převzetí a povinnými návrhy smluv o koupi akcií podle obchodního zákoníku.

Prof. Ing. Miroslav Tuček, DrSc.

Absolvent hospodářské fakulty VŠPS a Moskevského státního ekonomického institutu. Do roku 1969 vedoucí katedry financí a úvěru na VŠE. V letech 1968-1969 národohospodářský poradce prezidenta republiky, 1990-91 generální ředitel Investiční banky, s.p. ú. Od roku 1990 opět profesor na VŠE.

Mgr. Ing. Filip Záhořík

Absolvent Právnické fakulty University Karlovy a Vysoké školy ekonomické v Praze. Na Komisi pro cenné papíry působí od konce roku 1999, v současné době jako ředitel odboru veřejných trhů, registrů cenných papírů a burzovního komisaře. Věnuje se především problematice obchodování na organizovaných trzích s cennými papíry a vypořádacích systémů.