

**Univerzita Karlova v Praze
Právnická Fakulta**

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Březen 2007

Aleš Cemper

Univerzita Karlova
Právnická Fakulta
Katedra obchodního práva

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Překážky primární emise akcií v českém
prostředí s přihlédnutím k aspektům
zahraniční právní úpravy

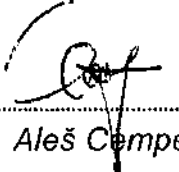
Vedoucí diplomové práce:
JUDr. Petr Čech, LL.M.

Diplomant: Aleš Cemper
Okrouhlá 134, 473 01 Nový Bor

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem vyznačil prameny, z nichž jsem pro svoji práci čerpal způsobem ve vědecké práci obvyklým.

V Praze 31.3.2007



Aleš Cemper

Rád bych poděkoval svému konzultantovi, panu doktoru Petru Čechovi za cenné rady, spolupráci a ochotu při vypracování této diplomové práce. Nicméně jako autor jsem plně odpovědný za případné chyby v diplomové práci.

Překážky primární emise akcií v českém prostředí s přihlédnutím k aspektům zahraniční právní úpravy

Překážky primární emise akcií v českém prostředí s přihlédnutím k aspektům zahraniční právní úpravy

OBSAH:

Obsah	2
Seznam zkratk	3
1. kapitola – Úvod	4
2. kapitola – Primární emise akcií a další možnosti financování obchodních společností	5
2.1 Primární emise akcií obecně	5
2.2 Možnosti financování obchodních společností	6
2.3 Situace, při kterých dochází k primární emisi akcií	8
2.4 Výhody vs. nevýhody primární emise akcií	8
3. kapitola - Primární emise akcií v České republice	9
4. kapitola - Legislativní překážky primární emise akcií v českém prostředí	11
4.1 Jednotlivé legislativní překážky	13
4.1.1 Legislativní překážky mající vliv na celkovou délku procesu primární emise akcií	13
4.1.1.1 Pozvánka na jednání valné hromady	16
4.1.1.2 Návrh na zápis usnesení valné hromady o zvýšení ZK do obchodního rejstříku	19
4.1.1.3 Zápisy zákonem předepsaných skutečností do obchodního rejstříku	20
4.1.1.4 Schválení prospektu emitenta	29
4.1.1.5 Uveřejňování prospektu	31
4.1.1.6 Upisování akcií a jeho ukončení	32
4.1.1.7 Zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku	33
4.1.1.8 Vydání akcií	34
4.1.1.9 Podání žádosti o přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu	35
4.1.2 Legislativní překážky nemající vliv na celkovou délku procesu primární emise akcií	36
4.1.2.1 Poukázka na akcie - § 204b ObchZ	36
4.1.2.2 Emisní kurz akcie	39
4.1.2.3 Omezení resp. vyloučení přednostního práva stávajících akcionářů na úpis akcií	41
5. kapitola – Ostatní překážky primární emise akcií	44
5.1 Ekonomické překážky	44
5.1.1 Chybějící daňové zvýhodnění společností realizujících primární emisi akcií	44
5.1.2 Zvolená forma privatizace státního majetku	45
5.1.3 Relativně vysoké náklady spojené s primární emisí akcií	45
5.2 Psychologické překážky	46
5.2.1 Nedůvěra emitentů v český kapitálový trh	46
5.2.2 Nedůvěra investorů v český kapitálový trh	46
5.2.3 Obavy z převzetí společnosti	47
5.3 Historické překážky	47
6. kapitola – Závěr	48
Seznam použité literatury	50
Příloha 1 – Doba realizace jednotlivých úkonů primární emise akcií dle KCP	54

SEZNAM ZKRATEK

ČNB	Česká národní banka
ES	Evropské společenství
KCP / Komise	Komise pro cenné papíry
IPO	Primární emise akcií
Občanský zákoník	Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
ObchZ	Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
OR	Obchodní rejstřík
Ústava	Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky
ZCP	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů
ZK	Základní kapitál
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů

Prekážky
primární
emise akcií
v českém
prostředí s
přihlédnutím
k aspektům
zahraniční
právní
uplatny

1 ÚVOD

Ve své práci se budu věnovat některým zásadním otázkám primární emise akcií (dále také „IPO“). Předem však podotýkám, že jejím cílem není podrobný popis procesu primární emise akcií, nýbrž soustředění se na jednotlivé překážky, zejména legislativního charakteru, bránící četnějšímu využití tohoto efektivního způsobu získání kapitálu pro financování rozvoje obchodních společností.

Jelikož ne každému je institut primární emise akcií jasný, pokusím se ho v druhé kapitole alespoň stručně nastínit. Abych vyzdvihl jeho jednotlivé výhody, popř. poukázal na jeho nevýhody, rozhodl jsem se do práce zařadit i seznam dalších možností získání kapitálu pro růst společnosti s krátkým popisem těch, které jsou méně známy.

Třetí kapitola bude pojednávat o využívání primární emise akcií v České republice. Na tomto místě se budu snažit zanalyzovat celkovou situaci, včetně posledního pozitivního trendu v této oblasti.

Páteř celé práce tvoří čtvrtá kapitola. Pojednává o legislativních překážkách primárních emisí akcií, a to jak z pohledu historickoprávního vývoje, tak z pohledu současné situace. Snažím se zde přiblížit právní stav po změně hospodářského a politického systému, jeho vliv na realizaci resp., přesněji řečeno, na nerealizaci primárních emisí, a poukázat na řešení problému ze strany zákonodárce. Dále se zde pokouším rozebrat aktuální právní stav, poukázat na jeho klady a zápory, případně navrhnout řešení problémových otázek z pohledu *de lege ferenda*.

Abych provedl komplexní analýzu překážek primárních emisí akcií, byl jsem nucen do této práce zařadit ještě pátou kapitolu, pojednávající o ostatních překážkách primárních emisí akcií (ekonomických, historických aj.).

V závěrečné kapitole provedu stručné shrnutí dané problematiky rozebírané v této práci.

2 PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ A DALŠÍ MOŽNOSTI FINANCOVÁNÍ OBCHODNÍCH SPOLEČNOSTÍ

2.1 Primární emise akcií obecně

Primární emise akcií neboli IPO (*initial public offering*) je vžitý termín pro veřejnou nabídku akcií spojenou se vstupem na burzovní trh. Je jedním ze způsobů, jak na kapitálových trzích získat kapitál pro financování podnikatelských projektů obchodních společností. Podstatou IPO je to, že díky němu dojde ke shromáždění zdrojů ve prospěch společnosti výměnou za podíl na této společnosti – akcie a s nimi související práva. V moderních tržních ekonomikách patří k neodmyslitelným předpokladům využití maximálního potenciálu ekonomického růstu. Je tomu tak proto, že jeho prostřednictvím plní fungující kapitálový trh své alokační poslání. Redistribuuje kapitál takovému subjektu, který jej co nejefektivněji zhodnotí.

Znatelnější rozvoj primárních emisí akcií ve světě můžeme sledovat na přelomu 50. a 60. let 20. století, především v reakci na přílišné nároky bank při poskytování úvěrů. Zlatá éra primárních emisí akcií však nastala až v druhé polovině 90. let 20. století, kdy se zejména akcie internetových firem staly dominantním cílem v hledáčku investorů.

O tom, že je v současné době využívání institutu primární emise akcií opět na vzestupu, svědčí studie z dílny společnosti Ernst & Young¹. Podle ní se od ledna 2006 do listopadu 2006 uskutečnilo ve světě celkem 1559 veřejných úpisů akcií v souhrnné hodnotě 227 mld. USD (pro srovnání, v roce 2005 to bylo 167 mld. USD)².

¹ Internetový portál www.ipoint.cz, článek s názvem „Rok 2006 vs. 2007 aneb kolikrát se letos rozezvučí IPO zvon pražské burzy?“

² Pro zajímavost považuji za nutné poznamenat, že rozhodující podíl na tomto pozitivním trendu měla Čína, a to především díky emisí banky ICBC s objemem téměř 22 mld. USD!

2.2 Možnosti financování obchodních společností

Každá obchodní společnost má na vyspělých kapitálových trzích několik možností, jak získat prostředky pro svůj rozvoj a činnost. Z pohledu původu kapitálu se nabízejí dvě možnosti:

- a) financování z vnitřních zdrojů
- b) financování z vnějších zdrojů

Obecně se dá říci, že společnosti z velké části financují své podnikání ze zdrojů vnitřních – tedy reinvestováním zisků dosažených v předchozích letech. Podle některých údajů například v USA dosáhl podíl hrubých investic financovaných touto formou v letech 1970-1994 96,1 %, ve Velké Británii 93,3 % a v Německu pak ve stejném období 78,9 %³. Je ovšem nutno podotknout, že tato data se zdají být poněkud nadsazená, neboť podle jiných zdrojů dosáhl ten samý ukazatel v letech 1970-1985 (ve vzorku ovšem chyběly společnosti z oblasti finančnictví) v USA 66,9 %, ve velké Británii 72 % a v Německu 55,2 %⁴. Přesto je dominance financování z vnitřních zdrojů nad ostatními jasně zřejmá. Při tomto způsobu financování nevznikají společnosti budoucí náklady na kapitál, nezvyšuje se objem závazků společnosti a pozitivně jsou ovlivněny i její finanční ukazatele.

Financování firmy z externích zdrojů může mít poměrně mnoho podob. Základním rozlišovacím prvkem je, zda se jedná o financování, na kterém se investor podílí prostřednictvím vlastního kapitálu (například rizikový kapitál⁵

³ Corbett, Jenkinson: „How is investment financed? A study of Germany, Japan, The United Kingdom and The United States“, The Manchester School of Economic & Social Studies, page 69 – 93, Blackwell Publishing, 1997.

⁴ Eckbo, Masulis, Norli: „Seasoned Public Offerings: Resolution of the ‘new issues puzzle‘“, 1999, článek získaný na internetovém portálu www.ssm.com.

⁵ Rizikovým kapitálem se rozumí forma financování podniků (společností), vyznačujících se vysokým růstovým potenciálem, které nejsou veřejně obchodovatelné na burze, a to formou investic do tvorby nebo zvýšení jejich základního kapitálu. Investor je skutečným obchodním partnerem, který podle potřeby poskytuje rady a odborné znalosti. Venture kapitálová investice totiž není jednorázové poskytnutí financí, ale mnohaletý proces soužití podnikatelského subjektu s investorem všestranně napomáhajícím rozvoji společnosti. Rizikový kapitál je však pro většinu českých společností značně vzdálen, protože jsou pro něj obvykle zajímavé až investice od 50 milionů korun. Proto mohou být vhodným řešením pro malou společnost tzv. *Business angels* – bývalí podnikatelé nebo manažeři, kteří chtějí investovat své peníze do společnosti a aktivně se podílet na jejím rozvoji. Někdy jsou vnímáni jako předstupeň pro rizikový kapitál.

(*venture capital*), financování skrze prostředky úspěšných podnikatelů (tzv. *business angels*), veřejný úpis akcií či vstup strategického partnera), či zda se jedná o financování čistě dluhové, tedy prostřednictvím cizího kapitálu (například bankovní úvěry, vydání dluhopisů, leasing, faktoring atd.).

Výhody dluhového financování jsou spatřovány ve skutečnosti, že se společnost nebude muset s nikým dělit o budoucí zisky, kterých dosáhne díky kapitálu získanému například pomocí úvěru. „Pouze“ bude muset splácet úroky, které navíc mají pozitivní vliv při snížení daňového základu – díky této skutečnosti je často cizí kapitál levnější než kapitál vlastní. Je ovšem pochopitelné, že pokud by se společnost dostala do špatné ekonomické situace a podíl cizího kapitálu na celkových pasivech by byl příliš vysoký, nemusela by se již k nutným dodatečným finančním prostředkům vzhledem k obavám investorů dostat.

Ten samý problém - tedy nemožnost získání bankovního úvěru - může potkat i společnost, která se nachází v začátcích svého podnikání, neboť pro ni může být často velmi složité splnit podmínky banky nutné pro udělení úvěru. V takovém případě je poslední možností financování společnosti pomocí externích zdrojů, které vstoupí do jejího vlastního kapitálu společnosti. Zejména na počátku „životního cyklu“ společnosti je aktuální financování prostřednictvím rizikových fondů nebo tzv. andělů, což obvykle bývají úspěšní podnikatelé. Často nemá společnost k těmto možnostem ani jinou alternativu, prostřednictvím které by mohla svou expanzi financovat (například kvůli výše naznačeným problémům se získáním úvěru). Ve skupině takto financovaných společností je typická vysoká úmrtnost, což je ovšem vyváženo tím, že některé naopak dosahují až ohromující návratnosti kapitálu. A právě u těchto společností může později následovat financování prostřednictvím primární emise akcií.

2.3 Situace, při kterých dochází k primární emisi akcií

Vlastní realizace primární emise akcií přichází v úvahu ve třech možných modifikacích. V prvním případě se jedná o situaci, kdy primární emisi akcií provádí společnost, která již má své akcie kótovány na regulovaném trhu a novým úpisem chce získat další kapitál⁶. Druhý případ je spojen se změnou právní formy podnikání existující společnosti (např. společnost s ručením omezeným nebo státní podnik mění svou právní formu na akciovou společnost a své akcie uvádí na regulovaný trh). \ \ \ V tomto případě zůstává ve společnosti většinou jen část prostředků získaných od investorů, druhou část získává bývalý vlastník za přepuštění společnosti akcionářům. Třetím případem je úpis akcií relativně nové obchodní společnosti s přitažlivým podnikatelským záměrem pro investory.

2.4 Výhody vs. nevýhody primární emise akcií

Jako každý jiný způsob získávání kapitálu pro financování rozvoje společnosti, má i primární emise akcií kladné a záporné aspekty. Hlavním přínosem jsou samozřejmě její finanční efekty. Společnost získá nový kapitál a není v jeho použití nijak omezována, jak je tomu například u úvěrového financování. Rovněž optimalizuje kapitálovou strukturu mezi dluhem, tj. cizím kapitálem, a vlastním kapitálem, protože emisí akcií emitent navyšuje svůj vlastní kapitál. Další podstatnou výhodou je, že společnost získá finanční prostředky na dobu neurčitou, není nucena splácet úvěr a úroky s ním spojené. V nefinanční sféře jsou neméně pozitivními klady IPO diverzifikace podnikatelského rizika z hlediska bývalých vlastníků, profesionalizace řízení, zvýšená motivace zaměstnanců a manažerů⁷, neplacená reklama v případě zájmu veřejných médií⁸, zlepšení image společnosti a s tím spojený snadnější přístup k bankovním úvěrům⁹ apod.

⁶ V české literatuře bývá sice tento typ emise akcií označován jako IPO, zahraniční literatura však používá termín SEO (*seasoned equity offering*).

⁷ Programy akciových opcí pro manažery resp. zvýhodněné nabídky akcií manažerům a zaměstnancům podporují provázanost vedení společnosti i celého pracovního kolektivu s dlouhodobým úspěchem společnosti.

⁸ Vzhledem k prozatím nízké četnosti realizací IPO v České republice je tato výhoda IPO jistá.

⁹ Společnost, která o sobě pravidelně informuje a jejíž „finanční zdraví“ je ohodnocováno trhem má snazší a rychlejší přístup k úvěrovému financování. Transparentní klient obvykle získává u bankovních ústavů lepší úvěrový scoring a vyšší rating.

Mezi nevýhody resp. určitá omezení spojená s realizací primární emise akcií můžeme zařadit přímé náklady emise v podobě poplatků investičním bankám, auditorským a advokátním kancelářím, burze aj., přímé náklady na publicitu a valnou hromadu, nepřímé náklady emise spojené podhodnocením emisní ceny akcie vzhledem k následné reálné ceně akcie (tzv. „money left on the table“), snížené rozhodovací pravomoci starých akcionářů, sdílení budoucích zisků s novými akcionáři, zvýšená informační povinnost a s ní související ztráta důvěrnosti informací o společnosti¹⁰, riziko převzetí společnosti apod. Náklady na primární emisi akcií hrají rozhodující roli zejména u menších a středních společností s ročním obratem do cca 1 mld. Kč. Pokud se takové společnosti rozhodnou pro tuto formu získání kapitálu, mohou náklady na jejich primární emisi akcií činit až 10 – 12 % objemu emise. Kritickou hranicí pro provedení primární emise akcií je velikost transakce, která by měla být alespoň 600 mil. Kč¹¹.

3 PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ V ČESKÉ REPUBLICCE

Novodobá tržní ekonomika České republiky je v porovnání se západoevropskými zeměmi poměrně mladá. Přesto by si věci neznalý člověk mohl myslet, že téměř dvě desítky let po její transformaci jsou základní ekonomické principy a instituty spolehlivě zavedeny. Tento závěr je však velký omyl. Tedy alespoň co se týká řádně fungujícího a zaběhnutého kapitálového trhu v oblasti primárních emisí akcií.

Důležitost fungujícího kapitálového trhu je třeba spatřovat v jeho cenotvorné a alokační funkci. Je místem, kde mohou společnosti získat prostřednictvím emise majetkových nebo dluhových cenných papírů kapitál pro svůj další rozvoj. Ze zkušeností států s vyspělou tržní ekonomikou je známo, že nerozvinutý kapitálový trh vede z dlouhodobého hlediska k nevyužití veškerého možného potenciálu hospodářského růstu státu.

¹⁰ Tzv. využitelnost informací konkurenty v oboru.

¹¹ Ježek T., et al: Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu, KCP, 2004, str. 36.

V České republice není prozatím využití kapitálového trhu jako místa, kde mohou společnosti získat finanční prostředky pro rozvoj svého podnikání, vůbec běžné. To platí zejména pro primární emise akcií. Po dokončení kupónové privatizace bylo sice na kapitálový trh umístěno téměř 1800 emisí akcií, nicméně až do roku 2004 byla provedena jen jediná klasická primární emise akcií¹². Přestože se i v tomto segmentu kapitálového trhu situace v posledních letech o něco zlepšila, je nutno zabývat se otázkou, proč společnosti nevyužívají, podle mého názoru, jeden z nejpřirozenějších způsobů získání kapitálu pro svůj další rozvoj v daleko větší míře.

Důvodů lze v českém prostředí v minulosti zjistit hned několik, z nichž nejpodstatnější pro nastíněnou problematiku spatřuji v oblasti překážek legislativních. I když se většina z nich nejevila nepřekonatelnými (tuto problematiku rozebírám níže), byly přesto zcela jistě příčinou chladnějšího přístupu k častějšímu využívání institutu primární emise akcií ze strany obchodních společností. Činností zákonodárců byla v kontextu norem Evropských společenství přijata celá řada podstatných změn, které odstranily tyto nedostatky a připravily tak půdu pro bezproblémové uskutečňování primárních emisí akcií v České republice. Z teoretického hlediska již tedy české právní předpisy bariéry primárním emisím akcií nekladou. Proč však tedy nedochází na českém kapitálovém trhu k větší četnosti jejich realizace? Co je reálným důvodem této skutečnosti? Zdá se, že svou roli zde sehrává kombinace ekonomických, psychologických, historických a jiných překážek, které zde i nadále po odstranění hlavních překážek právních existují. Jde o překážky, které lze z valné většiny ovlivňovat pouze v dlouhodobém horizontu.

Pro dokreslení celkové situace je třeba v tomto místě práce zmínit, že nejvýznamnějšími primárními emisemi akcií provedenými na českém kapitálovém trhu v poslední době, které potvrzují obrát k lepšímu, je IPO farmaceutické společnosti Zentiva provedený v červnu 2004. V roce 2005 vyšel bohužel český kapitálový trh naprázdno, nebyla provedena ani jedna primární emise akcií. V prosinci 2006 byla úspěšně realizována primární emise akcií developerské

¹² Ježek T, et al. Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu, KCP, 2004, str. 6.

společnosti ECM Real Estate Investment A.G a společnosti Pegas Nonwovens S.A., zabývající se výrobou netkaných textilí. V roce 2007 očekávají odborníci celkem 2 až 5 primární emise akcií, přičemž jedním z kandidátů je společnost OKD, kde se primární emise akcií plánuje na květen až červen 2007¹³. Mezi další adepty patří Česká pojišťovna, a.s., společnost AAA Auto, a.s., společnost MOTORPAL, a.s., zabývající se výrobou automobilových součástek, logistická společnost C.S.Cargo, a.s. nebo nizozemská developerská společnost CTP Invest¹⁴.

Abychom zjistili, jak úspěšná je Česká republika v počtu realizovaných primárních emisí akcií, je nutné se poohlédnout po ostatních státech. Ve srovnání s Českou republikou je vzhledem k nutnosti transformace ekonomiky na tržní hospodářství zajímavé Polsko. Mezi lety 1998 – 2003 zde bylo uvedeno na kapitálový trh 30 nových emisí akcií. V roce 2004 už to bylo již 36 primárních emisí akcií¹⁵. Ze zemí „západní Evropy“ bylo např. v Itálii v roce 2004 realizováno 7 primárních emisí akcií¹⁶.

4 LEGISLATIVNÍ PŘEKÁŽKY PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ V ČESKÉM PROSTŘEDÍ

Pro účely primární emise akcií jsou rozhodujícími legislativními normami zákon č. 513 / 1991 Sb., obchodní zákoník (dále také „obchodní zákoník“ či „ObchZ“), zákon č. 591 / 1992 Sb., o cenných papírech (dále také „ZCP“) a zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu (dále také „ZPKT“)¹⁷. Všechny tyto klíčové zákony musely projít četnými novelizacemi, než začaly vyhovovat potřebám primární emise akcií.

¹³ Internetový portál www.wacc.cz – článek z 12. prosince 2006 „Trhy v roce 2007: Přiletí do Prahy nové IPO vlašťovky?“.

¹⁴ Údaje převzaty z internetového portálu www.ipoint.financnimoviny.cz.

¹⁵ Internetový portál www.wacc.cz – článek z 14. února 2005 „Analýza: Primární emise v Evropě“.

¹⁶ Odborný seminář pořádaný Burzou cenných papírů Praha, a.s. dne 3. listopadu 2005 s názvem „Vše co jste potřebovali vědět o IPO“, pasáž nazvaná „The evolution of initial public offerings in Italy“, Giovanni Sabatini.

¹⁷ Obchodní zákoník se zabývá především úpravou akcií, zatímco v Zákoně o cenných papírech a v Zákoně o podnikání na kapitálovém trhu jsou upraveny obecné otázky, např. prospekt, veřejná nabídka akcií.

Jak jsem již výše v této práci naznačil, jedním z důvodů, proč český kapitálový trh neplnil svou alokační funkci, byla nevyhovující legislativa. V minulosti existovaly významné legislativní překážky, které primární emise akcií na našem domácím kapitálovém trhu téměř znemožňovaly. Způsobovaly nečitelnost procesu a vysokou nejistotu v konečném výsledku IPO a tím logicky paralyzovaly všechny snahy a pokusy o realizaci primárních emisí akcií. Jednalo se zejména o obecně dlouhé schvalovací lhůty, délku dvojího zápisu do obchodního rejstříku s nejistotou jeho výsledku, problematiku vyloučení přednostního práva na úpis akcii dosavadními akcionáři a v neposlední řadě zákaz emitovat akcie pod jejich nominální hodnotou. První významnější změnou obchodního zákoníku, která se snažila vytvořit příznivější prostředí pro primární emise akcií, byla novela č. 370/2000 Sb., účinná od 1. 1. 2001 (zavedla např. institut podmíněného upisování akcií při zvyšování základního kapitálu společnosti - § 203 odst. 4 ObchZ). Dle mého názoru nejpříznivější však byla jeho novela provedená zákonem č. 501/2001 Sb. nazývaná pro svůj rozsah jako „technická“ (upravila např. tzv. formalizovaný zápis do obchodního rejstříku - § 206 odst. 2 ObchZ, poukázku na akcie - § 204b ObchZ, souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu - § 216c ObchZ). Dalším důležitým milníkem bylo novelizování ustanovení obchodního zákoníku a občanského soudního řádu týkajících se zápisů do obchodního rejstříku, provedené zákonem č. 216/2005 Sb. a 79/2006 Sb. V neposlední řadě bych ještě zmínil novelu Zákona o podnikání na kapitálového trhu č. 56/2006 Sb., kterou byla do tohoto zákona včleněna a modifikována ustanovení týkající se veřejné nabídky akcií a prospektu cenného papíru, do tehdejší doby obsažená v zákoně o cenných papírech. Závěrem tohoto výčtu, podle mého názoru, nejdůležitějších novel bych ještě rád podotkl, že zde jsou ještě dílčí, méně významné novely zákonů, které však dohromady s výše uvedenými novelami tvoří komplexní celek, jež připravil uspokojivou půdu pro realizaci primárních emisí akcií v České republice. O jednotlivých novelách se ještě podrobněji zmíním v následujícím textu.

... kromě toho ...

4.1 Jednotlivé legislativní překážky

Při bližším rozboru bariér primární emise akcií zjistíme, že tyto mají dvojitou vlastnost. Buď mají vliv na délku procesu realizace primární emise, anebo nemají. Proto jsem provedl následující členění do dvou podkapitol.

4.1.1 Legislativní překážky mající vliv na celkovou délku procesu realizace primární emise akcií

Největší nedostatek právní úpravy primárních emisí akcií, díky kterému nedocházelo až do technické novely obchodního zákoníku v roce 2001 k jejich četnější faktické realizaci, byl spatřován v systémových odlišnostech českého právního prostředí od právního prostředí států s vyspělou tržní ekonomikou. Tyto odlišnosti značně prodlužovaly délku celého procesu primární emise akcií o několik měsíců oproti standardům zavedeným např. v zemích západní Evropy.

Nebezpečí nepřiměřeně dlouhé a těžko odhadnutelné doby realizace primární emise akcií lze spatřovat zejména v těchto skutečnostech:

- Hlavním důvodem, proč má délka procesu primární emise akcií na její vlastní úspěšnou realizaci takový vliv je skutečnost, že investiční rozhodnutí, které je investorem učiněno ve fázi tzv. *bookbuildingu*¹⁸, může být do doby vlastního úpisu znehodnoceno vývojem trhu. Ve fázi tzv. *bookbuildingu* dochází ke stanovení emisního kurzu na základě potencionální poptávky oslovených investorů. Jak vyplývá z následujícího vzorce, dochází tím i ke stanovení objemu celé emise:

Celková částka získaná úpisem akcií = emisní kurz akcie x objem emise

Pokud však dojde k významné změně na kapitálovém trhu a možnost upsat akcie emitenta by se v jejím důsledku stala pro investory méně

¹⁸ *Bookbuildingem* se rozumí určení emisního kurzu manažerem emise na základě poptávek oslovených investorů; dalším možným způsobem určení emisní ceny akcie je tzv. *firm commitment*, tj. úpis akcií za předem stanovenou pevnou cenu, anebo *aukce*.

perspektivní, dojde v nejhorším případě k situaci, kdy emitent stanoví na základě poptávky investorů v době *bookbuildingu* emisní kurz akcií, který však bude vzhledem k následnému poklesu zájmu investorů o úpis těchto akcií nadhodnocen. V důsledku toho nebudou pravděpodobně všechny akcie emitenta upsány, a tím pádem nemůže podle díkce § 167 odst. 1 obchodního zákoníku dojít k účinnému upsání akcií. V tomto ustanovení váže zákonodárce účinnost úpisu na skutečnost, že jmenovitá hodnota účinně upsaných akcií dosáhne výše navrhovaného zvýšení základního kapitálu (tj. celého objemu emise) do konce lhůty vyhlášené ve veřejné nabídce akcií¹⁹. Zákon však ponechává možnost takto nastalou neúčinnost úpisu zvrátit tak, že akcie neupsané do výše navrhovaného základního kapitálu upíší v dodatečné lhůtě jednoho měsíce stávající akcionáři nebo někteří z nich. Pokud je upisování neúčinné, zanikají práva a povinnosti upisovatelů z upsání akcií a společnost je povinna bez zbytečného odkladu vrátit upisovatelům částku získanou při upisování akcií a spolu s ní i úrok z této částky 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. Je jisté, že tato suma nebude malá vzhledem k vysokým částkám, které jsou v rámci realizace IPO od investorů získávány.

- Nelze-li předem odhadnout délku procesu realizace primární emise akcií, nelze následně uvažovat ani o přesném podnikatelském plánu a časovém harmonogramu projektu. Bez takového plánu a časového harmonogramu nelze vlastní primární emisi akcií s úspěchem provést, neboť pro její uskutečnění je důležité veškeré její jednotlivé součásti naplánovat tak, aby na sebe navazovaly, popř. probíhaly paralelně vedle sebe, pokud možno s co nejmenší časovou prodlevou, a tak docílit co nejrychlejší realizace projektu IPO.

¹⁹ Nešťastným příkladem budiž společnost Limart, zabývající se zpracováním plechů, která se pokoušela o IPO v roce 2001. Limart, a.s., chtěla za 49,7% podíl na společnosti na trhu získat 175 – 340 mil. Kč. Institucionálním investorům bylo nabízeno 1.700.000 ks akcií. Poptávka však nedosáhla ani milionové hranice a IPO společnosti, poté, co po počátečním neúspěchu byli osloveni i zahraniční a drobní investoři, skončilo fiaskem. Limart, a.s., je nyní v konkurzu. Podle předních analytiků českého kapitálového trhu spočíval neúspěch IPO Limartu ve dvou problémech – vysoké požadované ceně za akcii a nedostatečném představení emise manažerem.

- Předpokladem úspěchu emise je to, že musí být načasována tak, aby byla umístěna na trh pro společnost v nejlepší dobu. Čím delší je proces realizace primární emise akcií, tím větší riziko vzniká společností chtějícím získat finanční prostředky tímto způsobem, neboť dalekou budoucnost nelze spolehlivě presumovat. Společnosti proto toto nebezpečí v minulosti nepodstupovaly a raději jej obešly tím, že se snažily získat kapitál jiným „jistějším“ způsobem.

Jak vyplývá z předcházejících řádků, délka procesu realizace primárních emisí akcií tvořila v České republice jejich hlavní překážku, i když situace nebyla v tomto směru až tak kritická, jak uváděly některé zdroje (viz níže). Běžná délka celého procesu realizace primární emise akcií od počátečního rozhodnutí po přijetí na regulovaný trh se v zemích s vyspělým kapitálovým trhem pohybuje v rozmezí 3 – 5 měsíců²⁰.

Dle analýzy, kterou v roce 2001 provedla KCP²¹, byla tato lhůta v České republice v rozmezí 10 – 22 měsíců (optimistický a pesimistický odhad). Při hodnocení této analýzy KCP bylo však možné využít i v tehdejší době různých modifikací, které zákon připouštěl, pomáhajících zkrátit lhůty uvedené ve studii KCP, ke kterým Komise opomněla přihlédnout. Myslím si, že každá společnost, která měla na rychlosti úpisu a celé emise eminentní zájem, sáhla k využití těchto alternativ, neboť, jak vyplývá z dalších řádků, tím mohla podstatně zkrátit celý proces realizace primární emise akcií, a to zcela v zákonných mezích. Tím bych zároveň rád poukázal na fakt, že přestože nebylo v minulosti české právní prostředí pro primární emise akcií přehnaně příznivé, bylo lze je provést v době jen o pár měsíců delší, než je tomu ve vyspělých tržních ekonomikách.

Nyní se budu podrobněji zabývat jednotlivými fázemi primární emise akcií (tak jak jsou uvedeny v tabulce KCP – viz příloha 1).

²⁰ Jaroslav Řehůřek: *Výhody financování podniků prostřednictvím kapitálového trhu* (studie), str. 3.

²¹ *Komise pro cenné papíry: Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001.*

4.1.1.1 Pozvánka na jednání valné hromady

Při zvyšování základního kapitálu společnosti na základě veřejné nabídky jejích akcií mohla o tomto zvýšení podle znění ObchZ účinného v době vypracování výše uvedené studie Komise pro cenné papíry rozhodnout valná hromada společnosti (§ 202 odst. 1 ObchZ) resp. na základě jejího pověření představenstvo společnosti (§ 210 ObchZ) – tento právní stav trvá i nyní. Vychází z čl. 25 odst. 1 druhé směrnice (77/91/EHS), podle kterého musí o každém zvýšení základního kapitálu rozhodnout valná hromada společnosti. Z tohoto pravidla platí jediná výjimka, a tou je institut tzv. schváleného základního kapitálu (o tom viz níže). Toto ustanovení je ve směrnici zakotveno z důvodu ochrany akcionářů, neboť k tomu, aby si udrželi vliv na společnosti, musejí upsat akcie nabízené k upsání na zvýšení základního kapitálu, a bylo by proto v rozporu se zásadami komunitárního práva, pokud by členský stát dovoľoval jinému subjektu vně společnosti, aby rozhodl o zvýšení základního kapitálu. Toto stanovisko je navíc konstantně potvrzováno i judikaturou Evropského soudního dvora, např. v rozsudku ze dne 20. května 1999, *Komise vs. Řecká republika*, ve věci C-185/1998, kdy Evropský soudní dvůr konstatoval, že Řecká republika porušila své povinnosti ze směrnice Rady 92/101/EHS o změně druhé směrnice tím, že ve lhůtě stanovené k provedení této směrnice nevydala potřebné právní předpisy. Problém byl spatřován ve skutečnosti, že Řecko umožňovalo, aby o zvýšení základního kapitálu rozhodoval i jiný subjekt, než valná hromada společnosti, konkrétně akciová společnost, jejíž akcie vlastnil stát a jejímž úkolem bylo provádět nucenou správu a sanaci společností s hospodářskými problémy. Tato zvýšení základního kapitálu byla postupně napadána žalobami na neplatnost zvýšení základního kapitálu s odvoláním na komunitární právo, zejména na článek 25 odst. 1 druhé směrnice – konkrétně v tomto směru viz například rozhodnutí ve věci „*Karella*“ ze dne 30. května 1991 ve věci C-19/90 a C-20/90. Evropský soudní dvůr v tomto rozhodnutí dovodil, že čl. 25 odst. 1 druhé směrnice nedovoluje členským státům, aby se odchýlily od tam uvedeného požadavku, a to ani v případě, že se společnost nachází v mimořádné situaci²².

²² Jan Dědič, Petr Čech – Obchodní právo po vstupu ČR do EU, 2. vydání, BOVA POLYGON, str. 87 an.

Navzdory uvedené judikatuře obsahovalo české právo až do přijetí novely zákona o pojišťovnictví provedené zákonem č. 57/2006 Sb. možnost nuceného správce pojišťovny nebo zajišťovny rozhodnout o zvýšení resp. snížení základního kapitálu místo valné hromady (§ 30 odst. 5 zákona č. 363/1999 Sb.). Nyní je již toto ustanovení v souladu s evropským právem, když je v něm výslovně uvedeno, že doručením rozhodnutí ČNB o zavedení nucené správy pojišťovně nebo zajišťovně přechází na nuceného správce působnost valné hromady s výjimkou rozhodnutí o zvýšení nebo snížení základního kapitálu.

Pokud o zvýšení základního kapitálu rozhoduje valná hromada, je jí povinno svolat představenstvo společnosti, přičemž lhůta mezi oznámením o jejím svolání a jejím konáním musí být minimálně 30ti denní (§ 184 odst. 4 ObchZ). Při své analýze však Komise opomněla možnost, kterou poskytuje obchodní zákoník ve svém § 181 odst. 1, a to svolání mimořádné valné hromady na žádost určité minority akcionářů. V takovém případě se totiž lhůta mezi oznámením o svolání a konáním valné hromady ze zákona zkracuje na patnáct dní. Z důvodové zprávy k tomuto ustanovení obchodního zákoníku sice vyplývá, že je určeno k ochraně zájmů minoritních akcionářů, nic však nebrání tomu jej využít i pro účel zkrácení procesu realizace primární emise akcií.

Druhá možnost, jak zkrátit, resp. zcela vyloučit zákonnou lhůtu, která musí uplynout mezi oznámením o svolání valné hromady rozhodující o zvýšení základního kapitálu a konáním takovéto valné hromady, je zakotvena v § 210 ObchZ – zvýšení základního kapitálu rozhodnutím představenstva (podle odborné terminologie se jedná o institut tzv. schváleného zvýšení základního kapitálu). Ze zákona však vyplývá vůči této alternativě několik omezení. Za prvé: ke zvýšení základního kapitálu tímto způsobem musí být představenstvo pověřeno usnesením valné hromady společnosti (§ 210 odst. 1 ObchZ). Toto usnesení valné hromady se do obchodního rejstříku nezapisuje. Za druhé: zvýšit základní kapitál tímto způsobem lze maximálně o 1/3 dosavadního základního kapitálu, který společnost měla v době, kdy valná hromada pověřila představenstvo zvýšením základního kapitálu (rovněž § 210 odst. 1 ObchZ). Dále, pověření je možno udělit na dobu nejdéle pěti roků ode dne, kdy se konala valná hromada, která se usnesla o pověření představenstva zvýšením základního kapitálu (§ 210 odst. 5 ObchZ). Při této alternativě se však nelze nepozastavit nad jednou skutečností, kterou lze namítat – jak již bylo řečeno výše, pověření představenstva ke zvýšení základního kapitálu musí být učiněno valnou

hromadou. Z toho logicky vyplývá nutnost 30ti resp. 15ti denní lhůty, která musí uplynout mezi oznámením o svolání a vlastním konáním takovéto pověřující valné hromady. Abychom mohli tyto lhůty zcela vyloučit, je třeba, aby bylo rozhodnutí o pověření představenstva učiněno ještě v době, kdy společnost není zcela rozhodnuta pro zvýšení základního kapitálu a kdy o zvýšení základního kapitálu cestou primární emise akcií je rozmyšleno pouze v náznacích, resp. v době, kdy společnost je již rozhodnuta pro provedení primární emise akcií, ale kdy čeká na příhodnější okamžik pro jeho provedení (např. z důvodu nepříznivého vývoje kapitálového trhu). Pro případ, že se po pověření představenstva dospěje k definitivnímu rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu, není již nutno konat valnou hromadu, která by rozhodla o zvýšení základního kapitálu. O jeho zvýšení rozhodne, avšak v rámci výše uvedených mantinelů, představenstvo. Tím se zkrátí proces realizace primární emise akcií o patnáct až třicet dní, což není vzhledem k celkové délce procesu doba zanedbatelná.

Pro lepší pochopení dané problematiky ji vysvětlím na praktickém příkladu: Akciová společnost, jejímž předmětem podnikání je výstavba luxusních rodinných domů a bytových komplexů, má z důvodu velkého boomu v této oblasti podnikání v roce 2006 zájem podpořit svůj růst a rozšířit tak své kapacity. Za tímto účelem shledává potřebným modernizovat a zvětšit zejména svůj vozový park a strojové vybavení. V dané situaci potřebuje jednat rychle, neboť výše uvedený boom je způsoben především povinností platit 5 % DPH v souvislosti s touto výstavbou. Má se za to, že tento zájem o výstavbu ze strany klientů mírně ochladne poté, co výstavba tohoto luxusního bydlení spadne do 19% sazby DPH. Společnost proto musí jednat rychle, aby byla schopna pokrýt poptávku. Preferuje ovšem získání bankovního úvěru. Jelikož má ale obavy, zda jí bude ze strany bankovního domu vyhověno, provede ještě pro jistotu na své valné hromadě pověření představenstva pro případné zvýšení základního kapitálu podle § 210 ObchZ. V případě, že bude neúspěšná se svou žádostí o úvěr, není již nutné svolávat valnou hromadu, která by rozhodla o zvýšení základního kapitálu veřejnou nabídkou akcií společnosti. O takovém zvýšení rozhodne představenstvo společnosti. Společnost tak ušetří z procesu realizace primární emise akcií 30 resp. 15 dní, které by byly třeba na svolání valné hromady.

V rámci rozsahu této práce se sluší ještě konstatovat, že úprava zakotvená v § 210 ObchZ umožňující pověřit představenstvo společnosti ke zvýšení základního kapitálu vychází z článku 25 druhé směrnice ES o založení akciové společnosti, jakož i o udržení a změnách jejího kapitálu (77/91/EHS). Odstavec 2 tohoto článku stanovuje výjimku ze zásady, že o zvýšení základního kapitálu rozhoduje valná hromada společnosti. Nutno poznamenat, že česká právní úprava jde nad rámec uvedené směrnice (je přísnější) v těchto směrech:

- narozdíl od komunitárního práva, které umožňuje pověřit ke zvýšení základního kapitálu kterýkoli orgán společnosti, dovoluje české právo pověřit zvýšením základního kapitálu pouze představenstvo
- pověření představenstva lze provést podle českého práva pouze usnesením valné hromady společnosti, narozdíl od komunitárního práva, které poskytuje širší možnosti, když říká, že pověření lze provést kromě usnesení valné hromady také stanovami nebo zakladatelským dokumentem společnosti.

Handwritten note: V českém právu je pověřeno pouze představenstvo

De lege ferenda by proto bylo vhodné co nejvíce rozšířit naši právní úpravu pověření ke zvýšení základního kapitálu společnosti vzhledem k možnostem, které dává uvedená druhá směrnice, a to tak, aby se co nejvíce zvýšila konkurenceschopnost našeho právního řádu vůči právním řádům ostatních členských států Evropské unie.

4.1.1.2 Návrh na zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku

V případě zvyšování základního kapitálu cestou primární emise akcií musí představenstvo společnosti podat do třiceti dnů od usnesení valné hromady resp. rozhodnutí představenstva o zvýšení základního kapitálu návrh na zápis tohoto usnesení resp. rozhodnutí do obchodního rejstříku (§ 203 odst. 4 ObchZ). Je nesporné, že společnost, která má eminentní zájem na rychlosti procesu primární emise akcií, podá tento návrh co nejdříve po usnesení své valné hromady o zvýšení základního kapitálu. Ve většině případů to bude ještě týž den. V takovém

případě nebude mít toto stadium primární emise akcií vliv na celkovou její délku, a proto ho nepovažuji ani za její překážku.

4.1.1.3 Zápisy zákonem předepsaných skutečností do obchodního rejstříku

Při zvyšování základního kapitálu zákon vyžaduje zápis dvou skutečností do obchodního rejstříku:

- 1) usnesení valné hromady společnosti o zvýšení jejího základního kapitálu²³
- 2) zápis nové výše základního kapitálu²⁴

Již samotný zápis jedné z těchto skutečností týkající se společnosti byl až do přijetí novely obchodního zákoníku provedené zákonem č. 216/2005 Sb. nepřiměřeně dlouhý²⁵. Při nutnosti dvojího zápisu do obchodního rejstříku při zvyšování základního kapitálu cestou primární emise akcií byla proto situace kritická.

Největší překážkou, která se rozhodující měrou podílela na nepřiměřené délce procesu primární emise akcií, byla skutečnost, že až do přijetí výše uvedené novely obchodního zákoníku nebyla stanovena žádná lhůta pro rozhodnutí rejstříkového soudu o zápisu skutečnosti týkající se společnosti do obchodního rejstříku. To mělo v reálu ty důsledky, že zápis trval v lepším případě dva měsíce, v horším dokonce až jeden rok. Kromě toho byl dalším problémem fakt, že se délka zápisu lišila nejen mezi jednotlivými soudy, ale dokonce i mezi jednotlivými senáty stejného rejstříkového soudu (tuto skutečnost jsem si nejednou ověřil při své praxi v advokátní kanceláři).

Na daný problém a možné jeho řešení pohlížela právní teorie původně dvěma způsoby: Přívrženci prvního stanoviska striktně odmítali, aby byla soudu ze zákona stanovena jakákoli lhůta pro vydání rozhodnutí. Argumentovali tím, že by tak byla ohrožena nezávislost soudu. Stoupenci druhého konceptu, ke kterým

²³ Tzv. první zápis.

²⁴ Tzv. druhý zápis.

²⁵ Podle údajů KCP se délka zápisu do obchodního rejstříku pohybovala v rozmezí 2 – 12 měsíců v závislosti na složitosti případu, soudu a dokonce i senátu, který o zápisu rozhodoval.

jsem se řadil i já, naopak chtěli zavést určitou omezující lhůtu pro vydání rozhodnutí rejstříkového soudu o zápisu určité zákonem předepsané skutečnosti do obchodního rejstříku. Jejich hlavním argumentem bylo tvrzení, že lhůty pro rozhodnutí jsou soudům stanoveny již v mnoha dalších druzích řízení²⁶. Pouze nedokonalé řešení bylo novelou provedenou zákonem č. 30/2000 Sb. zakotveno v § 200c odst. 3 OSŘ - stanovením povinnosti soudu učinit do 15 dnů od podání návrhu na zápis do obchodního rejstříku úkony směřující k rozhodnutí. Nutno říci, že toto ustanovení nebylo lze zařadit ani pod jedno z výše uvedených hledisek. Pojem „úkony směřující k rozhodnutí“ byl značně neurčitý, navíc mohl mylně svádět k tomu výkladu, že po provedení úkonů směřujících k rozhodnutí²⁷ již nebyl soud ve svém rozhodování tlačen žádnou lhůtou. Jeho přínos pro zkrácení procesu primární emise akcií byl proto víceméně nulový.

Fakt, že až do roku 2005 byla schopna lépe obhájit své stanovisko skupinka přívrženců prvního názoru, tj. toho, že nelze soudu stanovit objektivní lhůtu pro rozhodnutí, protože by docházelo k omezování jeho nezávislosti, vyústil v přijetí jediného konstruktivního řešení, které bylo vzhledem k tehdejší situaci možné. Toto řešení bylo provedeno zákonem č. 370/2000 Sb., a byl jím nově upraven § 203 odst. 4 obchodního zákoníku, který je v této podobě účinný dodnes. Podle tohoto ustanovení již není počátek upisování nových akcií bezpodmínečně vázán na zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu společnosti do obchodního rejstříku. S účinností od 1. ledna 2001 je tedy možno začít s úpisem akcií ihned po podání návrhu²⁸ na zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Toto upisování však musí být vázáno na rozvazovací podmínku, za kterou zákon označuje právní moc o zamítnutí návrhu na zápis rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního

²⁶ Např. řízení ve věcech kapitálového trhu – soud prvního stupně je povinen rozhodnout do 10 dnů od zahájení řízení (§ 200g odst. 2 OSŘ); řízení ve věcech voleb do rady zaměstnanců nebo voleb zástupců pro oblast bezpečnosti a ochrany zdraví při práci – soud je povinen rozhodnout do 10 dnů ode dne doručení návrhu (§ 200x odst. 1 OSŘ); soud je dále povinen rozhodnout ve volebním řízení a v řízení týkajícím se místního referenda: ve věcech seznamů voličů do 3 dnů ode dne doručení návrhu (§ 88 odst. 3 SŘS), ve věcech registrace do 15 dnů od doručení návrhu (§ 89 odst. 5 SŘS), ve věci neplatnosti voleb a hlasování do 20 dnů od doručení návrhu (§ 90 odst. 3 SŘS), ve věci ochrany zániku mandátu do 20 dnů od doručení návrhu (§ 91 odst. 3 SŘS), ve věcech místního referenda do 30 dnů od doručení návrhu (§ 91a odst. 3 SŘS).

²⁷ Z důvodové zprávy k návrhu zákona č. 215/2005 Sb. vyplývá, že za úkon směřující k rozhodnutí bylo v praxi soudů často považováno i oznámení o přijetí návrhu.

²⁸ Arg.ledaže byl podán návrh na zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku.... vycházející z § 203 odst. 4 ObchZ.

kapitálu do obchodního rejstříku. Pokud tedy soud shledá zákonné důvody, pro které nemůže zápis provést, vydá o návrhu na zápis do obchodního rejstříku zamítavé rozhodnutí. Právní mocí tohoto zamítavého rozhodnutí dochází k naplnění výše uvedené rozvazovací podmínky a úpis akcií je v souladu s ustanovením 204 odst. 7 ObchZ neúčinný. Na druhou stranu, pokud soud rozhodne o zápisu navrhované skutečnosti do obchodního rejstříku a usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu společnosti je následně zapsáno do obchodního rejstříku, je úpis akcií účinný, i když se s ním začalo ještě před tímto zápisem. Z doby realizace primární emise akcií se tedy ušetří čas, který uběhl mezi započítáním upisování akcií společnosti a zápisem usnesení valné hromady společnosti o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Zákonodárce novelizací tohoto paragrafu sledoval zkrácení doby realizace primární emise akcií, což mělo zásadní význam v době, kdy procedura zápisů do obchodního rejstříku byla velmi zdlouhavá. Ustanovení je však přínosné i v dnešní době, kdy musí příslušný rejstříkový soud obecně provést zápis do rejstříku anebo rozhodnout o návrhu na zápis usnesením do pěti²⁹ pracovních dnů od podání návrhu, neboť každý den, o který lze zkrátit proces realizace primární emise akcií, má pro emitenta cenu zlata.

Jelikož úprava § 203 odst. 4 ObchZ sledovala v době, kdy neexistovala žádná lhůta pro rozhodnutí rejstříkového soudu o zápisu do obchodního rejstříku, úsporu času pouze v souvislosti s prvním zápisem do obchodního rejstříku (tj. se zápisem usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu), byla při zachování tohoto stavu zcela nepřijatelná doba realizace druhého zápisu do obchodního rejstříku (tj. zápisu nové výše základního kapitálu). Proto byla zákonem č. 501/2001 s účinností od 31.12.2001 v ustanovení § 206 odst. 2 obchodního zákoníku zavedena úprava tzv. formalizovaného zápisu³⁰ - za splnění zákonem stanovených podmínek, tj. pokud je spolu s návrhem na zápis zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku předložen notářský zápis o rozhodnutí představenstva, jímž představenstvo potvrzuje, že všechny nové akcie byly upsány v souladu se zákonem, stanovami a rozhodnutím příslušných

²⁹ V tomto případě nelze na daný případ aplikovat ustanovení § 206 odst. 2 a 3 ObchZ, tj. požadovat po rejstříkovém soudu, aby o návrhu na zápis zvýšeného kapitálu rozhodl do tří pracovních dnů, neboť toto ustanovení se týká pouze druhého zápisu do obchodního rejstříku (tj. zápisu nové výše základního kapitálu).

³⁰ Ježek T., et al.: Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu, KCP, 2004, str. 62.

orgánů společnosti o zvýšení základního kapitálu a pokud je emisní kurz akcií zcela splacen peněžitými vklady (§ 206 odst. 2 ObchZ), je rejstříkový soud povinen vydat rozhodnutí o návrhu na zápis nové výše základního kapitálu ve lhůtě tří pracovních dnů³¹ od jeho doručení soudu nebo od odstranění vad podání (§ 206 odst. 3 ObchZ). Ustanovení § 206 odst. 2 ObchZ přijaté zákonem č. 501/2001 Sb. bylo ve své původní podobě lehce kontroverzní v tom smyslu, že řada odborníků (*Dědič, Štenglová, Plíva, Tomsa aj.*) měla za to, že je v rozporu s Ústavou, neboť z něj vyplývalo, že rejstříkový soud, i kdyby měl v rukou naprosto přesvědčivé důkazy, že potvrzení představenstva o tom, že upisování akcií proběhlo řádně a jejich emisní kurz byl zcela splacen, je nesprávné nebo nepravdivé, nemohl tyto důkazy vzít v potaz, ale musel zápis povolit. Tento právní stav byl napraven až zákonem č. 554/2004 Sb., který připustil, aby v případě zřejmé nesprávnosti notářského zápisu rejstříkový soud postupoval standardním způsobem.

Kontradikci výše uvedených názorů stoupenců právní teorie nakonec zákonodárce vyřešil novelou obchodního zákoníku provedenou zákonem č. 216/2005 Sb. ve prospěch druhého z nich, když se nechal inspirovat především francouzskou právní úpravou³². Podle ní musí francouzský registrátor ve lhůtě jednoho dne³³ od doručení návrhu na zápis určité skutečnosti do obchodního rejstříku žádosti buď vyhovět a subjekt zapsat, nebo si pro obzvláštní složitost případu vyžádat pětidenní lhůtu, nebo vydat zdůvodněné usnesení o odmítnutí žádosti. Samozřejmě byl zákonodárce nucen vycházet i ze směrnic ES³⁴.

³¹ Jedná se o lhůtu speciální vzhledem ke znění § 200db odst. 1 zák. 99/1963, občanského soudního řádu.

³² Ve francouzském právním řádu se obchodníci zapisují do tzv. obchodního a společenského rejstříku (Registre du commerce et des sociétés). Tento je v současné době upraven dekretem č. 84-406 o obchodním a společenském rejstříku. Rejstřík není založen na centrálním, nýbrž na regionálním principu – je v každém obvodu obchodního soudu (v tomto případě je rejstřík veden registrátory, kterými jsou soukromé osoby). V obvodech, kde nebyl obchodní soud zřízen, je veden řádným soudem prvního stupně (v takovém případě vede rejstřík zaměstnanec soudu prvního stupně). Mimo těchto rejstříků existuje ještě celostátní rejstřík, vedený Úřadem průmyslového vlastnictví. Ten má však pouze druhotný charakter; podobnou úpravu zápisů do obchodního rejstříku nalezneme ještě ve španělském právním řádu. Rejstříky zde rovněž vedou soukromí registrátoři, lhůta pro zápis je však podstatně delší – 14 dnů od podání návrhu, pokud je případ složitý, lze lhůtu prodloužit až na 30 dnů.

³³ Jen pro zajímavost bych uvedl, že ke zkrácení lhůty na jediný den došlo novelou z července roku 1998 (dekret 98-550 z 2. července 1998), kdy dosavadní pětidenní lhůta zřejmě zákonodárci připadala zbytečně dlouhá.

³⁴ Jedná se např. o 1. směrnici o publicitě (č. 68/151/EHS), 2. směrnici o založení a kapitálu akciové společnosti (77/91/EHS), 11. směrnici o publicitě poboček aj.

Cíl této novely účinné od 1. července 2005, je jediný, zrychlit zápisy do obchodního rejstříku tak, aby byly prováděny obratem. Na jejím základě je rejstříkový soud povinen provést zápis do obchodního rejstříku nebo rozhodnout o návrhu na zápis usnesením ve lhůtě stanovené zvláštním právním předpisem, nejpozději do pěti pracovních dnů, přičemž rozhodující skutečností pro běh této lhůty je podání návrhu na zápis³⁵. Tato lhůta může být zvláštním předpisem stanovena odlišně. Pokud se tak stane, musí být vždy kratší³⁶ (arg. „nejpozději“). Jde například o obchodní zákoník, který stanoví lhůtu tří pracovních dnů od podání návrhu na zápis nové výše základního kapitálu (tj. na druhý zápis) v případě jeho zvyšování upisováním nových akcií, je-li k návrhu na zápis připojen notářský zápis o rozhodnutí představenstva, jímž představenstvo potvrzuje, že všechny nové akcie byly upsány v souladu se zákonem, stanovami a rozhodnutím příslušných orgánů, a že jejich emisní kurz byl zcela splacen peněžitými vklady (§ 206 odst. 2 a 3 ObchZ). Marným uplynutím této lhůty se má za to, že je příslušný zápis do obchodního rejstříku proveden následující den po uplynutí této lhůty - § 200db odst. 3 občanského soudního řádu (tzv. fikce správnosti zapisovaných skutečností) – to však neplatí, jestliže byl tento návrh vzat před uplynutím lhůty účinně zpět.

Aby zákonodárce co nejvíce usnadnil činnost rejstříkových soudů a umožnil faktické dodržování takto stanovené lhůty, zrušil povinnost soudů kontrolovat věcnou správnost přikládaných dokumentů. Princip povolovací je tak nově nahrazen principem registračním. Soudy již nadále nepřezkoumávají zákonné náležitosti přikládaných listin, pouze formálně kontrolují, zda byly příslušné listiny k návrhu na zápis do obchodního rejstříku přiloženy či nikoliv a případně zda zapisovaná obchodní firma není zaměnitelná s jinou již existující firmou a zda není klamavá. Stát touto úpravou deklaruje, že již dále nenesé odpovědnost za

³⁵ Řečené však neplatí v případě, že návrh nebyl podán v českém jazyce nebo nebyly-li do českého jazyka přeloženy listiny, které dokládají údaje o zapisovaných skutečnostech. V takovém případě je rozhodnou skutečností pro počátek běhu lhůty doručení překladu tohoto návrhu resp. listin rejstříkovému soudu. Dále je počátek této lhůty modifikován v případě, že soudní poplatek za návrh na zápis do obchodního rejstříku byl zaplacen až později po podání tohoto návrhu. V takovém případě lhůta počíná běžet až ode dne zaplacení tohoto soudního poplatku.

³⁶ Jsou dvě výjimky, kdy tomu tak podle § 200db zákona 99/1963Sb., občanský soudní řád, není. Za prvé je to v případě, kdy je podán návrh na zápis přeměny společnosti podle obchodního zákoníku. Za druhé je to tehdy, když se u rejstříkového soudu nenachází spis, protože byl předložen jinému soudu např. z důvodu rozhodnutí o opravném prostředku – v obou těchto případech se pětidenní lhůta prodlužuje na lhůtu patnáctidenní.

právní bezchybnost dokládanych listin. Tu nyní nesou výlučně společnosti resp. ti, kteří byli účastni na příslušném právním úkonu.

Tato konstrukce zápisů do obchodního rejstříku a odpovědnosti za nesoulad mezi stavem zapsaným a stavem skutečným sebou nese ještě jednu významnou skutečnost. Významně posiluje úlohu notářských zápisů. Jelikož novelou 216/2005 Sb. došlo k oslabení právní jistoty v zápis do obchodního rejstříku a stát již nenese odpovědnost za právní bezchybnost doložených listin, mohou společnosti v praxi notářskými zápisy podpořit již zapsanou skutečnost v obchodním rejstříku (např. banka bude vedle výpisu z obchodního rejstříku požadovat také příslušný notářský zápis, aby sama vyhodnotila jeho obsah a porovнала jej se zapsaným stavem v obchodním rejstříku).

Dále byla pro podporu urychlení procedury zápisu do obchodního rejstříku po francouzském vzoru³⁷ zavedena povinnost podávat žádost o zápis do obchodního rejstříku na předepsaných formulářích³⁸, jiný způsob podání žádosti o zápis není přípustný. Tím se podnikatelům zjednodušila celková agenda související s podáním návrhu na zápis do obchodního rejstříku, protože formuláře obsahují kolonky na veškeré požadované údaje a žádné jiné údaje tak není rejstříkový soud oprávněn požadovat.

Nyní bych se ještě vrátil k problematice dvojího zápisu při zvyšování základního kapitálu cestou primární emise akcií. Jak již bylo uvedeno, jedná se o zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu (tzv. první zápis) a zápis nové výše základního kapitálu společnosti (tzv. druhý zápis). Jeden z návrhů, jak zrychlit proces realizace primární emise akcií v tomto případě, byl zrušit dvojí zápis do obchodního rejstříku a ponechat pouze zápis jediný. To však nebylo a není možné vzhledem k článku 3 směrnice Rady č. 68/151/EEC³⁹ a článku 25

³⁷ Kromě Francie je povinnost podávat žádost o zápis do obchodního rejstříku na předepsaných formulářích zavedena např. v Belgii, Maďarsku, Portugalsku, Švédsku.

³⁸ Závazné formuláře a seznam povinných příloh jsou upraveny vyhláškou Ministerstva spravedlnosti č. 250/2005 Sb.

³⁹ Směrnice Rady o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu čl. 58 druhého pododstavce Smlouvy, za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření – tzv. první směrnice o publicitě.

druhé směrnice Rady č. 77/91/EEC⁴⁰, a je proto nutné i nadále setrvat na dvojitým zápisu do obchodního rejstříku. Uvádí se, že důvodem tohoto opatření je zabránění vzniklým komplikacím, ke kterým by mohlo dojít tím způsobem, že by soud na případné nedostatky mohl upozornit a návrh zamítnout až ve finální fázi zápisu.

Celkově lze přínos novely obchodního rejstříku provedené zákonem č. 216/2005 hodnotit vzhledem ke zkrácení procesu realizace primární emise akcií pozitivně, i když způsob, jakým bylo zkrácení této lhůty dosaženo se jeví přinejmenším jako rozpačitý⁴¹. Stejně, ne-li lepšího výsledku šlo podle mého názoru dosáhnout i daleko efektivnějším způsobem. Následující řádky budou tedy o mé vizi problematiky rychlosti zápisů do obchodního rejstříku *de lege ferenda*.

Hlavní problém právní úpravy obchodního rejstříku po uvedené novele bych viděl v opuštění povolovacího principu a v tzv. zápisu pro zmeškání lhůty (§ 200db odst. 3 občanského soudního řádu). V důsledku těchto změn totiž dochází k oslabení právní jistoty v zápis v obchodním rejstříku, neboť takto může být zapsán údaj, který je v přímém rozporu se skutečností. Argument, že ke snížení právní jistoty v zápisy v obchodním rejstříku nedochází, neboť řada zapisovaných údajů je věcí vnitřního života společnosti, a že tedy dopad na třetí osoby je nulový⁴², neobstojí. Je sice pravda, že je třetí osoba případně chráněna principem publicity obchodního rejstříku, zásadou dobré víry a teorií řádně nabytých práv v případě, že se jí nepravdivý zápis dotkne. Jakmile však tato třetí osoba při použití údajů z obchodního rejstříku musí počítat s tím, že může dojít k rozporu mezi zapsanými údaji a skutečností, dochází zde nutně k oslabení právní jistoty v zápisy v obchodním rejstříku oproti původní úpravě stanovící povinnost soudů kontrolovat věcnou správnost přiložených listin dokládajících

⁴⁰ Směrnice Rady o koordinaci ochranných opatření, která jsou na ochranu zájmů společníků a třetích osob vyžadována v členských státech od společností ve smyslu čl. 58 druhého pododstavce Smlouvy při zakládání akciových společností a při udržování a změně jejich základního kapitálu, za účelem dosažení rovnocennosti těchto opatření – tzv. druhá směrnice o založení akciové společnosti, jakož i o udržení a změnách jejího kapitálu.

⁴¹ Např. nahrazení povolovacího principu principem registračním nepovažuji za příliš šťastné, neboť jim dochází podstatným způsobem ke snížení právní jistoty v zápis do obchodního rejstříku.

⁴² Důvodová zpráva k zákonu č. 216/2005 Sb., internetový portál www.psp.cz.

zapisované skutečnosti. Abych však mohl navrhnout úpravu *de lege ferenda* z komplexního pohledu na věc, musím začít z jiného konce.

Za dobu trvání obchodního rejstříku byl jediným subjektem, který ho vedl prostřednictvím krajských soudů, stát. Domnívám se, že by se značně zefektivnila činnost zápisů do obchodního rejstříku, kdyby agenda jeho vedení byla převedena na soukromý subjekt. Tato změna by byla zcela v souladu s právními předpisy Evropské unie, když tato tuto problematiku vůbec neupravuje a ponechává jí plně v kompetenci členských států⁴³. Této skutečnosti využila pro zkvalitnění práce svého obchodního rejstříku např. Francie⁴⁴ nebo Španělsko⁴⁵, když péči o obchodní rejstřík oba tyto státy svěřily soukromým registrátorům. Důvody svědčící pro zavedení této úpravy i do české legislativy a výhody z něho plynoucí jsou následující:

- Apriorní důvod – obecně uznávaný fakt, že hmotná zainteresovanost na činnosti vždy vede k jejímu zefektivnění. Registrátor, který pobírá za svou činnost poplatky od svých klientů je zjevně zainteresován na zvládnutí co největšího počtu úkonů v co nejkratší době, účinná kontrola jeho činnosti spojená se sankcí v podobě ztráty tohoto lukrativního povolání jej pak vede k pečlivému výkonu jeho povinností.
- Ekonomický důvod – zprivatizování obchodních rejstříků znamená zlevnění činnosti soudů, neboť takové vedení obchodního rejstříku nijak nezatěžuje státní rozpočet, veškeré náklady na vedení rejstříku a provádění zápisů jsou placeny z poplatků za příslušné úkony.
- Praktický argument – je zcela prostý a přitom nejpřesvědčivější. Jestliže francouzští registrátoři v současné době bez potíží zvládají vyřízení žádosti v jednodenní lhůtě, což nelze nalézt nikde jinde v Evropě, to vše při zachování přezkumu obsahu listin dokládanych k zapisovaným

⁴³ Ralf Dieyer, přednáška k reformě obchodních rejstříků, Praha, 9 říjen 2001.

⁴⁴ Robert Pelikán, Francouzská úprava obchodního rejstříku a osob, které jej vedou – registrátorů, www.srovnacipravo.cz.

⁴⁵ Josef Neskusil, Obchodní rejstřík a osoby pověřené jeho vedením v současném španělském právu, www.srovnacipravo.cz.

skutečností, je to tím nejsilnějším argumentem, svědčícím o faktu, že právě tato cesta je účinná.

- Soudům by klesla agenda a mohly by se tak věnovat činnosti, ke které jsou předurčeny především, tedy souzení.

V souvislosti se zavedením soukromých registrátorů bych rozšířil počet rejstříkových míst, a to tak, že by nebyla místa registrátorů při krajských soudech, ale při soudech okresních. Při takto zmenšených obvodech by klesla agenda připadající na jednoho konkrétního registrátora. Tato skutečnost by umožnila navrátit se k povolovacímu systému s věcnou kontrolou listin, přiložených k návrhu na zápis a prokazujících zapisované skutečnosti. To, že by tím nedocházelo k přetěžování registrátorů dokazuje plně funkční francouzská úprava, kde navíc musí registrátor rozhodnout o zápisu do jednoho pracovního dne. S věcnou kontrolou přikládaných listin by byla spojena i odpovědnost soukromých registrátorů za zapsané skutečnosti do obchodního rejstříku. Bylo by proto v zájmu těchto registrátorů zaměstnávat kvalifikované odborníky, čímž by opět došlo ke zvýšení kvality rejstříkového řízení.

Dále bych z důvodu znovuoobnovení právní jistoty v zápisy v obchodním rejstříku zrušil tzv. zápis pro zmeškání lhůty (§ 200db odst. 3 občanského soudního řádu). Pokud by registrátor nerozhodl o zápisu ve lhůtě stanovené mu zákonem, mohl by subjekt žádající o zápis svou vlastní iniciativou převést svým návrhem rozhodování o zápisu určité skutečnosti do obchodního rejstříku z registrátora na tzv. dozorujícího soudce, jímž by byl soudce krajského soudu, v jehož územním obvodu by registrátor působil. Lze namítat, že u obzvláště složitých případů nelze rozhodnout o návrhu na zápis spolu s věcnou kontrolou přiložených listin do pěti pracovních dnů. Z tohoto důvodu by si mohl registrátor vyžádat v rámci pětidenní lhůty pro rozhodnutí o zápisu lhůtu prodlouženou – patnáctidenní. Jak jsem již uvedl ve své práci výše, to, že by se registrátor snažil rozhodnout o jakémkoli návrhu v rámci pětidenní resp. patnáctidenní lhůty vyplývá ze samotného ekonomického chování soukromých subjektů – čím více vyřízených žádostí, tím větší příjem z poplatků. V případě, že by v takto stanovené lhůtě nerozhodl, zavedl bych pro něj sankci v tom smyslu, že by byl nucen převést vybraný

poplatek na účet soudu, který by rozhodoval o návrhu na zápis místo nečinného registrátora.

Ještě pro úplnost bych doplnil, že návrh zákona o registrátorech byl připraven již v roce 2001. Byl však zamítnut a do dnešního dne nebyla přijata ani žádná jiná jeho modifikace.

4.1.1.4 Schválení prospektu emitenta

Aby mohlo dojít k vlastní veřejné nabídce akcií a k zahájení jejich upisování, je nutné, aby byl vypracován a následně uveřejněn prospekt k těmto akciím. Vlastnímu uveřejnění prospektu však nutně předchází jeho schválení, neboť dle čl. 13 odst. 1 evropské směrnice č. 2003/71/ES, o prospektu, který musí být uveřejněn, jsou-li cenné papíry veřejně nabízeny nebo přijaty k obchodování, nebude uveřejněn prospekt, dokud jej neschválí příslušný orgán domovského státu (u nás tedy Česká národní banka). Původně byl prospekt, jeho náležitosti a procedura jeho schvalování zakotvena v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Ustanovení § 76 odst. 4 tohoto zákona dávalo Komisi pro cenné papíry lhůtu 30 dní od doručení žádosti na rozhodnutí o schválení prospektu. Novelou zákona o podnikání na kapitálovém trhu provedenou zákonem č. 56/2006 Sb. byla materie prospektu přesunuta s účinností od 8. 3. 2006 ze zákona o cenných papírech do zákona o podnikání na kapitálovém trhu (§ 35 – 36L). V této souvislosti došlo také k preciznějšímu zpracování směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2003/71/ES do naší právní úpravy.

Podle novelizovaného znění ZPKT je Česká národní banka⁴⁶ povinna rozhodnout o žádosti o schválení prospektu do 20 pracovních dnů od doručení žádosti. Tato lhůta se zkracuje na 10 pracovních dnů v případě, že emitent cenného papíru uvedeného v prospektu již má cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu a již veřejně nabízel cenné papíry. Novela tak přinesla zkrácení procesu realizace primární emise akcií nejméně o dalších deset pracovních dnů.

⁴⁶ V souvislosti se zákonem č. 57/2006 Sb. byl k 1. dubnu 2006 sjednocen dohled nad finančním trhem a následně integrován do České národní banky. ČNB tak převzala agendu Úřadu státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění Ministerstva financí, Komise pro cenné papíry a Úřadu pro dohled nad družstevními záložnami.

V analýze Komise pro cenné papíry lhůta pro schvalování prospektu cenného papíru navazovala až na lhůtu pro zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. To je velká chyba, ke které by dle mého názoru nemělo při analýze prováděné na takto profesionální úrovni vůbec dojít. Podle platné zákonné úpravy lze totiž předložit České národní bance žádost o schválení prospektu již před zápisem usnesení valné hromady společnosti o zvýšení základního kapitálu. Při své argumentaci vycházím z ustanovení § 203 odst. 4 obchodního zákoníku, který umožňuje zahájení úpisu akcií ještě před zápisem usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku v případě, že již byl podán návrh na zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku a že upisování je vázáno na rozvazovací podmínku, jíž je právní moc rozhodnutí o zamítnutí návrhu na zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Jelikož je možné začít s úpisem akcií na základě veřejné nabídky jen v případě, že je nejpozději současně s veřejnou nabídkou uveřejněn prospekt cenného papíru (§ 164 odst. 4 ObchZ) a jelikož se prospekt uveřejňuje bez zbytečného odkladu po jeho schválení (§ 36h odst. 1 ZPKT), je možné požádat Českou národní banku o schválení prospektu ještě před zápisem usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Podstatné tedy je, že lhůta pro tzv. první zápis do obchodního rejstříku a lhůta pro vyřízení žádosti o schválení prospektu jsou na sobě vzájemně nezávislé. Můžou běžet souběžně, přičemž jakákoli z těchto lhůt může začít běžet dříve, záleží čistě na iniciativě společnosti, kdy podá návrh na zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku resp. žádost o schválení prospektu. V ideálním případě tedy lhůta pro schválení prospektu absorbuje lhůtu pro zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku, neboť lhůta pro provedení tohoto zápisu je poloviční resp. čtvrtinová oproti lhůtě dané České národní bance pro schválení prospektu.

Pro doplnění bych ještě uvedl, že dle názoru Petra Koblice, předsedy Burzovní komory a generálního ředitele Burzy cenných papírů, trvá příprava prospektu

z hlediska časové náročnosti cca 8 týdnů⁴⁷. Této tezi bych si dovolil oponovat, neboť je v zájmu společnosti co nejvíce urychlit celý proces primární emise akcií. Prospekt vzniká z velké většiny⁴⁸ uspořádáním již existujících materiálů posledních 3 let života společnosti. Nejedná se tedy o tvůrčí činnost, ale převážně o faktické shromažďování a kompletování již existujících dokumentů. Je jisté, že každý případ přípravy prospektu bude jinak časově náročný (velikost společnosti, praktické a koordinační schopnosti týmu lidí připravujícího prospekt, aj.), dovolím si však tvrdit, že příprava prospektu by nemusela překročit lhůtu čtyř týdnů.

Aby tedy společnost získala prospekt ve formě potřebné pro možné zahájení úpisu akcií na základě jejich veřejné nabídky (tj. prospekt po jeho schválení Českou národní bankou), potřebuje k tomu cca 5 – 7 týdnů⁴⁹.

4.1.1.5 Uveřejňování prospektu

Jelikož se prospekt dle dikce § 36h odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu uveřejňuje bez zbytečného odkladu po jeho schválení, neměla by povinnost uveřejnit prospekt sama o sobě nijak zvlášť prodloužit proces realizace primární emise akcií.

V souvislosti s uveřejňováním prospektu bych si však dovolil ještě jednu odbočku. Až do roku 2001 bylo možné uveřejnit prospekt až po schválení celého jeho znění, včetně emisního kurzu a objemu emise. Tím však prospekt, který má sloužit společnosti jako prostředek pro zjištění zájmu investorů, ztrácel smysl, zejména co se týká stanovení emisního kurzu na základě zjištěného zájmu těchto investorů. Ideální postup předurčený praxí vyspělých států by měl být následující: společnost vydá předběžný prospekt (*tzv. preliminary prospectus resp. red herring*), díky němuž zjistí potencionální zájem investorů o akcie, kterých se tento

⁴⁷ Odborný seminář pořádaný Burzou cenných papírů Praha, a.s. dne 3. listopadu 2005 s názvem „Vše co jste potřebovali vědět o IPO“, pasáž nazvaná „IPO? Vzbud'te mě třeba o půlnoci“.

⁴⁸ Dle názoru Petra Koblíce až z 80%.

⁴⁹ Rozmezí zahrnuje v sobě přípravu prospektu a lhůtu určenou pro schválení prospektu, která je modifikována faktem, zda společnost (emitent cenného papíru) uvedeného v prospektu má nebo nemá nějaké cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu a zda veřejně nabízel či nenabízel cenné papíry (§ 36c odst. 5 ZPKT).

předběžný prospekt týká, na základě zjištěné poptávky společnost určí emisní kurz akcií, vypracuje řádný prospekt, požádá o jeho schválení a po jeho uveřejnění začne s upisováním akcií. Nyní je podle účinného znění § 36d zákona č. 256/2004, o podnikání na kapitálovém trhu možné zažádat o schválení prospektu bez toho, aby v jeho návrhu byla uvedena konečná cena a počet cenných papírů, které budou veřejně nabídnuty. Zákon však stanovuje podmínky pro schválení takového prospektu ze strany ČNB - návrh prospektu musí obsahovat maximální cenu cenného papíru nebo kritéria resp. podmínky, za kterých budou konečná cena a počet cenných papírů určeny nebo možnost odvolat přijetí koupě nebo upisování cenných papírů nejméně dva pracovní dny po uveřejnění konečné ceny a počtu cenných papírů, které budou veřejně nabídnuty. To znamená, že pokud v návrhu prospektu nejsou uvedeny údaje týkající se konečné ceny a počtu cenných papírů, které budou veřejně nabídnuty, nemusí být tato skutečnost překážkou pro schválení prospektu a jeho uveřejnění. Tento fakt je velmi významný, neboť emitentovi dovoluje rozhodnout o emisním kurzu a objemu emise teprve na základě skutečné poptávky investorů, což podle zákonné úpravy před rokem 2001 nešlo. Podle tehdejších ustanovení zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, nebylo možné prospekt bez uvedení emisního kurzu a objemu emise vůbec schválit. Při určování emisního kurzu a objemu emise proto mohlo dojít k velkým pochybením, které mohly mít za následek i neúspěch celé primární emise akcií⁵⁰.

4.1.1.6 Upisování akcií a jeho ukončení

S úpisem akcií skrze jejich veřejnou nabídku lze započít pouze tehdy, je-li nejpozději současně s veřejnou nabídkou akcií uveřejněn i prospekt cenného papíru (§ 164 odst. 4 ObchZ). Prospekt cenného papíru se uveřejňuje bez zbytečného odkladu po jeho schválení (36h odst. 1 ZPKT). Doba stanovená pro úpis akcií, která tvoří obligatorní náležitost veřejné nabídky akcií, je plně v dispozici společnosti z hlediska její maximální délky trvání. Pokud jde o její minimální délku, stanovil zákonodárce dva týdny, přičemž se jedná o ustanovení kogentní (§ 163 odst. 2 písm. a/). Je otázkou, zda lze s nedodržením této lhůty spojovat nějaké právní následky. V úvahu by přicházela neplatnost zvýšení

⁵⁰ Opakovaným nešťastným příkladem budiž společnost Limart, a.s. (viz výše).

základního kapitálu společnosti pro rozpor se zákonem (§ 39 občanského zákoníku). Přikláním se spíše k názoru, že tomu tak nebude, neboť jak již judikoval Nejvyšší soud ČR ve svém rozhodnutí sp.zn. 32 Odo 314/2003 a rovněž Ústavní soud ČR ve svém nálezu II US 87/2004⁵¹, ne každý rozpor se zákonem má za následek absolutní neplatnost právního úkonu. Dle uvedeného nálezu Ústavního soudu se závěr, že určitý právní úkon je neplatný pro rozpor se zákonem nebo proto, že zákon obchází, musí opírat o rozumný výklad dotčeného zákonného ustanovení. Nelze proto vystačit s pouhým gramatickým výkladem. Významnou roli hraje především výklad teleologický, a je proto nutné se vždy ptát na účel zákonného příkazu či zákazu. Hlavním účelem ustanovení obchodního zákoníku upravujících veřejnou nabídku akcií a jejich upisování je zajistit hladký průběh zvyšování základního kapitálu společnosti a jeho úspěšné dokončení. Proto tedy nemůže být, i vzhledem k výše citovaným judikátům, neplatné založení společnosti resp. zvýšení základního kapitálu v případě, kdy by veřejná nabídka stanovila kratší lhůtu pro upisování akcií než předepsanou čtrnáctidenní, pokud úpis akcií na základě jejich veřejné nabídky proběhl úspěšně a bez komplikací. Opačný názor viz Štenglová, Plíva, Tomsa a kol., *obchodní zákoník, komentář*, 11. vydání, C.H.Beck, Praha 2006, str. 563.

4.1.1.7 Zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku

Zápis do obchodního rejstříku jsem již v této práci jednou rozebíral, a to jak obecně, tak konkrétně v souvislosti se zápisem usnesení valné hromady společnosti o zvýšení jejího kapitálu.

Na tomto místě mé práce se budu zabývat tzv. druhým zápisem – zápisem nové výše základního kapitálu společnosti do obchodního rejstříku. Podmínky pro zápis jsou stanoveny v § 206 odst. 1 ObchZ a jsou nastaveny následovně: upsání akcií odpovídající rozsahu zvýšení základního kapitálu, splacení alespoň 30% jejich jmenovité hodnoty a případného emisního ážia, jde-li o peněžitě vklady a všech nepeněžitých vkladů. Pokud jde o splacení oněch 30% jmenovité hodnoty upsaných akcií, které je potřeba splatit před zápisem nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku, je čistě na společnosti resp. na jejich

⁵¹ *Sbírka rozhodnutí Ústavního soudu*, svazek č. 37, náleze č. 75, str. 63

zakladatelích, jaký stanoví ve veřejné nabídce akcií resp. listině upisovatelů, případně zakladatelské smlouvě resp. zakladatelské listině (§163 odst. 2 písm.e/ ObchZ, rovněž § 168 odst. 1 ObchZ a 206 odst. 1) splátkový kalendář pro splácení hodnoty upsaných akcií. V zájmu společnosti je nastavit tento kalendář tak, aby lhůty pro splacení upsaných akcií s ohledem na rychlý průběh procesu realizace primární emise akcií byly co nejkratší, neboť teprve po zápisu nově založené společnosti resp. nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku může společnost po splnění dalších podmínek vydat upisovateli akcie⁵² (§ 168 odst. 3 ObchZ příp. spolu s § 204 ObchZ). Na druhou stranu je nutné zachovat určitou míru obezřetnosti, neboť vzhledem k objemům emisí akcií je nutné ponechat investorům dostatečnou lhůtu pro zajištění finančních prostředků určených ke splnění jednotlivých splátek jmenovitých hodnot akcií. Kdyby totiž byla lhůta stanovená valnou hromadou společnosti pro splacení nejméně 30% jmenovité hodnoty upsaných akcií a případného emisního ážia (§ 204 odst. 2 ObchZ) příliš krátká, teoreticky by hrozilo nebezpečí, že by investoři nedokázali sehnat dostatečné množství finančních prostředků, nesplnili by tedy podmínku § 204 odst. 2 ObchZ a úpis akcií by se tak stal neúčinným ve smyslu § 167 odst. 2 ObchZ.

O lhůtě, ve které musí rejstříkový soud vydat rozhodnutí o návrhu na zápis nové výše základního kapitálu společnosti platí to, co již bylo dříve řečeno, a proto si dovoším čtenáře odkázat na přecházející text.

4.1.1.8 Vydání akcií

Společnost může akcie vydat ihned po zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku a splacení jejich jmenovité hodnoty a případného emisního ážia. Záleží čistě na iniciativě společnosti, jakou dobu bude vydání akcií po splnění těchto podmínek trvat, zpravidla však toto stádium primární emise akcií nebude činit problém. Pouze pokud se společnost rozhodne vydat listinné akcie, musí počítat s tím, že pro jejich obchodování na regulovaném trhu je nutné je

⁵² Aby mohli být konkrétnímu upisovateli vydány akcie společnosti, je nutné, aby plně splatil emisní kurz těchto akcií (v případě akcií, za které upisovatel nesplatil plně emisní kurz jsou mu vydány místo těchto akcií zatímní listy).

vytisknout ve Státní tiskárně cenin, což vyžaduje určitý čas pro realizaci tohoto tisku⁵³.

Překážky
přímé emise akcií
v českém
prostředí s
přihlédnutím
k aspektům
zahraníční
právní
úpravy

4.1.1.9 Podání žádosti o přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu

Většinou souběžně se schvalováním prospektu Českou národní bankou podává emitent Kotačnímu výboru Burzy cenných papírů Praha resp. Kotační komisi RM Systému žádost o přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu a probíhají jednání s organizátorem regulovaného trhu. Emitent se snaží o přijetí akcií na regulovaný trh v co nejkratší době po jejich vydání, neboť tímto krokem dochází ke zvýšení atraktivity emise (prudce se zvýší likvidita akcií, neboť je možné je kdykoliv bez problémů prodat). Na přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu není právní nárok (arg. „může“ v § 44 odst. 1 ZPKT).

K obchodování na regulovaném trhu mohou být přijaty jen cenné papíry vyhovující určitým předpokladům⁵⁴. Ty jsou stanoveny v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu (§ 44 odst. 2) a vycházejí z právních předpisů evropských společenství – konkrétně ze směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kótování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny (k předpokladům přijetí akcií se vztahují články 42 až 51 této směrnice). Organizátoři regulovaných trhů mohou navíc nad rámec zákona stanovit další požadavky na přijímané cenné papíry⁵⁵. Co se týká časové náročnosti jednání s organizátorem regulovaných trhů, tak pravidla Burzy cenných papírů Praha stanovují pro rozhodnutí kotačního výboru o přijetí lhůtu 60 dnů od doručení žádosti. Pravidla obchodování RM-Systému dokonce 6 měsíců. Obě tyto lhůty splňují požadavek ZPKT, který ve svém § 49 odst. 3 stanovuje organizátorovi regulovaného trhu povinnost rozhodnout o

⁵³ Zaknihovaná podoba akcií je v případě jejich přijetí k obchodování na veřejném trhu výhodnější než podoba listinná – důvody jsou dvojí: 1) RM-Systém umožňuje obchodování pouze se zaknihovanými akciemi; 2) tisk ve státní tiskárně cenin a splnění technických požadavků vyhlášky Ministerstva financí č. 88/1993 Sb., o podrobnostech technického provedení veřejně obchodovatelných listinných cenných papírů, jsou velmi nákladné.

⁵⁴ Jde např. o nutnost uveřejnění prospektu akcií minimálně 1 den před přijetím k obchodování na regulovaný trh, nesmí být vyloučena ani omezena převoditelnost akcií, kurz akcie nebo její předpokládaný kurz násobený počtem vydávaných akcií musí dosahovat v korunách českých částky odpovídající hodnotě nejméně 1 mil. eur apod.

⁵⁵ Toho většinou tito organizátoři využívají k vytvoření několika trhů lišících se bonitou cenných papírů na nich obchodovaných – např. pro přijetí na hlavní trh BCPP je stanoven minimální objem veřejné nabídky na 200 mil. Kč a minimální délka činnosti emitenta musí být 3 roky.

nepřijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu do šesti měsíců ode dne podání žádosti⁵⁶. Pro primární emisi akcií je podstatná skutečnost, že toto jednání o přijetí akcií na regulovaný trh probíhá v rámci realizace primární emise akcií paralelně s jejími ostatními nutnými etapami. Ve skutečnosti budou navíc příslušné orgány organizátorů regulovaných trhů rozhodovat podstatně rychleji, neboť každá úspěšná emise akcií přijatá k obchodování zvyšuje jejich prestiž.

Nicméně přes výše uvedené se mi jeví lhůta 6 měsíců v případě RM-Systému nepřiměřeně dlouhá (pro srovnání: např. na Burze cenných papírů v Bratislavě činí tato lhůta 45 dní, na Burze cenných papírů ve Varšavě dokonce jen 14 dní). Navrhoval bych proto *de lege ferenda* zákonem zkrátit lhůtu pro rozhodnutí příslušného orgánu o přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaný trh. Taková úprava by nebyla v rozporu se směrnicí 2001/34/ES, stanovící ve svém článku 19 odst. 2 rovněž šestiměsíční lhůtu pro výše uvedené rozhodnutí, neboť tato lhůta je lhůtou maximální a nebrání členskému státu přijmout úpravu přísnější. Navrhoval bych proto v ZPKT v § 49 odst. 3 stanovit tuto lhůtu na 2 měsíce.

Samotným přijetím akcií k obchodování na veřejném trhu je proces primární emise akcií dovršen.

4.1.2 Legislativní překážky nemající vliv na celkovou délku procesu realizace primární emise akcií

4.1.2.1 Poukázka na akcie - § 204b ObchZ

V souvislosti s novelou obchodního zákoníku provedenou zákonem č. 501/2001 byl s účinností od 31. 12. 2001 do obchodního zákoníku v § 204b zaveden podle polského vzoru⁵⁷ nový druh cenného papíru – poukázka na akcie. Jedná se právní nástroj, který lze využít pouze při zvyšování základního kapitálu společnosti, nikoli při založení společnosti (viz § 204b odst. 1 ObchZ).

⁵⁶ Tento požadavek je odrazem implementace směrnice č. 2001/34/ES, čl. 19 odst. 2.

⁵⁷ V § 4 odst. 22 polského zákona o veřejném obchodování s cennými papíry jsou definována „*práva k akci*“ jako cenné papíry ztělesňující právo na vydání akcie z nové emise (*zkráceno*).

Podmínkou pro její vydání je skutečnost, že upisovatel zcela splatil emisní kurz akcie. V takovém případě může společnost vydat před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku pro tohoto upisovatele poukázky na akcie. Účelem tohoto ustanovení je umožnit dispozici s právy z upsaných, ale dosud ještě nevydaných akcií, která nebyla až do 31.12.2001 možná⁵⁸, a tak eliminovat případné zdržení zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

Důvodem pro zavedení institutu poukázky na akcie byla tedy obava, že jednou z příčin neuskutečňování primárních emisí akcií na českém kapitálovém trhu byla skutečnost, že s právy vyplývajícími z upsané, ale doposud nevydané akcie, nebylo možno disponovat. Bylo to dáno tím, že obchodní zákoník stejně jako dnes ve svém § 168 odst. 3 stanovil, že společnost může vydat akcie resp. zatímní listy až poté, co je nová výše základního kapitálu zapsána do obchodního rejstříku. Aby mohla být nová výše základního kapitálu zapsána do obchodního rejstříku, je v § 206 odst. 1 ObchZ stanovena podmínka, že musí být splaceno minimálně 30% jmenovité hodnoty upsaných akcií a případné emisní ážio v případě peněžitých vkladů a všechny nepeněžitě vklady. V souvislosti se zápisem do obchodního rejstříku mohl proto vzniknout dvojitý problém:

- a) nemožnost provést zápis do obchodního rejstříku z důvodu, že nebylo splaceno nejméně 30% jmenovité hodnoty nově upsaných akcií
- b) obecně neúměrně dlouhá délka zápisu do obchodního rejstříku

ad a) Obchodní zákoník ponechává společnosti možnost ovlivnit lhůtu, ve které bude mít společnost splaceno 30% jmenovité hodnoty nově upsaných akcií, když ve svém § 204 odst. 2 po sankci neúčinnosti úpisu stanovuje, že jestliže se upisují akcie na zvýšení základního kapitálu peněžitými vklady, je upisovatel povinen ve lhůtě určené valnou hromadou splatit část jejich jmenovité hodnoty, nejméně však 30% a případné emisní ážio. Jde o ustanovení kogentně-

⁵⁸ Jan Dědič a kol. Obchodní zákoník, komentář, díl III. - § 176 – 220zb, POLYGON, Praha 2002, str. 2552

dispozitivní v tom smyslu, že společnost nesmí připustit splacení nižší částky či dokonce nepožadovat žádné splacení a naopak – může požadovat i splacení vyšší částky, než je 30% jmenovité hodnoty upsaných akcií. Tím, že je společnosti dána možnost určit lhůtu, ve které má být oněch nejméně 30% jmenovité hodnoty akcií splaceno, je dán společnosti i nástroj, kterým může ovlivnit dobu zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

Pro úplnost zopakují, co již bylo řečeno na jiném místě této práce – v souvislosti se zvyšováním základního kapitálu cestou primární emise akcií dochází k převodům nemalých částek, mnohdy v miliardách korun. Může proto trvat relativně delší dobu, než upisovatelé zajistí finanční prostředky v potřebné výši a realizují jejich převod. Společnost tedy musí při stanovování lhůty pro splacení nejméně 30% jmenovité hodnoty akcií a případného emisního ážia zvolit vhodný kompromis v tom směru, aby lhůta byla pro upisovatele dostatečně dlouhá vzhledem k zajištění finančních prostředků a realizace jejich převodu, a na druhou stranu, aby příliš neprodužovala proces realizace primární emise akcií.

Ad b) Ohledně délky zápisu do obchodního rejstříku již toho bylo výše uvedeno dost, proto jen zopakují, že stávající lhůta 5 pracovních dnů pro provedení zápisu společnosti do obchodního rejstříku (resp. 3 pracovních dnů pro zápis nové výše základního kapitálu v případě zvyšování základního kapitálu veřejnou nabídkou akcií, za předpokladu, že je spolu s návrhem předložen notářský zápis, jímž představenstvo potvrzuje, že všechny nové akcie byly upsány v souladu se zákonem, stanovami a rozhodnutími příslušných orgánů společnosti o zvýšení základního kapitálu, a že jejich emisní kurz byl zcela splacen peněžitými vklady) odpovídá standardům zavedených ve vyspělých zemích. Jeden z důvodů, pro který byla poukázka na akcie do našeho právního řádu zavedena, tj. neúměrně dlouhé zápisy do obchodního rejstříku, tak byl odstraněn.

Z výše uvedeného vyplývá, že jediným argumentem pro existenci poukázky na akcie je v současné době pouze časový interval mezi splacením emisního kurzu akcie upisovatelem a zápisem nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku. Jeho délka záleží na skutečnosti, kdy je splaceno 30% jmenovité hodnoty všech upsaných akcií (§ 206 odst. 1 ObchZ).

Jako nevýhodu poukázek na akcie vidím zvýšené náklady na jejich vydávání. Teoreticky je sice možno vydat poukázky jako hromadný cenný papír (§ 5 odst. 3 ZCP). Takové řešení by však potlačovalo samotnou podstatu poukázky na akcie, tj. obchodování s dosud nevydanými akciemi, neboť vydání poukázek na více akcií by obchodování v určitém směru omezovalo, případně zdržovalo, a je proto nutné ho odmítnout⁵⁹. Pro zhodnocení celé situace bych snad ještě dodal, že současný stav nasvědčuje tomu, že závěry navrhovatelů byly chybné, neboť přestože § 204b obchodního zákoníku vstoupil v účinnost dne 31.12.2001, doposud ho při své primární emisi akcií nevyužila ani jedna společnost.

4.1.2.2 Emisní kurz akcie

V souvislosti s požadavkem čl. 8 odst. 1 druhé směrnice Rady č. 77/91/EEC je v § 163a odst. 1 ObchZ stanoven zákaz emitovat akcie pod jejich jmenovitou hodnotou neboli pod parí. Prakticky však může toto ustanovení přinést při zvyšování základního kapitálu cestou primární emise akcií velký problém. V případě, kdy tržní hodnota akcií nedosahuje jejich jmenovité hodnoty tj. tehdy, kdy se na regulovaných trzích budou obchodovat za ceny nižší, než je jejich jmenovitá hodnota, těžko se bude pro úpis nových akcií zastupitelných s těmi, kterými se již obchoduje na regulovaných trzích, hledat investor. Odpověď na otázku, proč tomu tak je, je víceméně jednoduchá – nikdo nebude investovat do akcií nabízených prostřednictvím veřejné nabídky k upsání, pokud si může stejné akcie pořídit na regulovaném trhu levněji.

Na takto vzniklý problém lze nalézt dvojí řešení:

- A) Společnost určí nižší emisní kurz a rozdíl mezi ním a jmenovitou hodnotou akcií pokryje z vlastních zdrojů společnosti. – jedná se o tzv. kombinované zvýšení základního kapitálu společnosti⁶⁰ (§ 209a ObchZ), kteréžto bylo jako alternativa pro zvýšení základního kapitálu společnosti začleněno do obchodního zákoníku novelou provedenou zákonem č. 142/1996 Sb.

⁵⁹ Štenglová, Plíva, Tomsa a kol.: Obchodní zákoník, komentář, 11. vydání, C.H.Beck, Praha 2006, str. 782.

⁶⁰ Je kombinací nominálního a efektivního zvýšení základního kapitálu.

Nevýhodou tohoto řešení je jednak skutečnost, že je náročné na vlastní zdroje emitenta sloužící k pokrytí rozdílu mezi jmenovitou hodnotou akcií a emisním kurzem, jednak fakt, že zákon v tomto případě nedovoluje omezit přednostní právo úpisu akcionářů a tím celý proces primární emise akcií značně prodlužuje (podrobněji ohledně omezení resp. vyloučení přednostního práva stávajících akcionářů viz níže).

- B) Provést nominální, tj. nikoli efektivní snížení základního kapitálu (tj. bez výplaty akcionářům) a následně jeho opětovné zvýšení. Podstatou tohoto institutu je, že se nejprve provede snížení základního kapitálu snížením jmenovité hodnoty akcií a následně zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií. Dříve byla možná tato intervence pouze v teoretické rovině, neboť prakticky byla až příliš časově náročná - nejdříve muselo být přijato usnesení valné hromady o snížení základního kapitálu, které muselo být následně zapsáno do obchodního rejstříku. Po ukončení procesu snížení základního kapitálu musela být do obchodního rejstříku zapsána nová (snížená) výše základního kapitálu. Následovalo usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu a jeho zápis do obchodního rejstříku a po provedení úpisu akcií zápis nové (zvýšené) výše základního kapitálu do obchodního rejstříku. Takový postup byl vzhledem k nutnosti co nejvíce urychlit proces realizace primární emise akcií před přijetím § 216c ObchZ nerealizovatelný vzhledem k tehdy mimořádně časově náročnému procesu zápisu do obchodního rejstříku. Změnu přinesla až novela obchodního zákoníku provedená na základě podnětu Komise pro cenné papíry a Asociace pro kapitálový trh zákonem č. 501/2001 Sb. Ta umožnila za předem stanovených podmínek⁶¹ souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu společností (§ 216c ObchZ). Podstatou tohoto institutu je, že rejstříkový soud rozhodne jedním usnesením o zápisu usnesení valné hromady o snížení a zvýšení základního kapitálu společnosti, a následně po provedení tohoto snížení a zvýšení rozhodne o zápisu nové výše základního kapitálu rovněž jedním usnesením. Není tedy nutné provádět

⁶¹ Při snížení základního kapitálu nesmí hrozit věřitelům společnosti zhoršení jejich postavení – k tomuto jevu v případě souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu podle § 216c ObchZ nedochází, neboť se nejedná o efektivní snižování základního kapitálu (nedochází k zmenšení čistého obchodního majetku a vlastního kapitálu společnosti, ale pouze o účetní operaci na straně pasiv).

čtyři zápisy do obchodního rejstříku, ale pouze dva. Přestože toto ustanovení našlo své uplatnění hlavně v době, kdy pro rozhodnutí rejstříkového soudu nebyla stanovena žádná omezující lhůta, je přínosné bezesporu i dnes, protože v délce procesu realizace primárních emisí akcií hraje podstatnou roli každý den.

4.1.2.3 Omezení resp. vyloučení přednostního práva stávajících akcionářů na úpis nových akcií

Každý akcionář má ze zákona přednostní právo upsat část nových akcií společnosti upisovaných ke zvýšení základního kapitálu v rozsahu jeho podílu na základním kapitálu společnosti, upisují-li se tyto akcie peněžitými vklady (§ 204a odst. 1 ObchZ, článek 29 odst. 1 druhé směrnice). Je tomu tak proto, aby si stávající akcionáři mohli zachovat svůj podíl na základním kapitálu a tedy i svůj vliv ve společnosti⁶². Toto přednostní právo stávajících akcionářů na úpis části z nově emitovaných akcií společnosti je jen pramálo slučitelné s požadavkem plynulosti a rychlosti procesu primární emise akcií. Lhůta pro vykonání přednostního práva totiž nesmí být kratší než dva týdny (§ 204a odst. 2 písm. a/), a o tuto lhůtu je tedy třeba proces realizace primární emise akcií prodloužit (za předpokladu, že není toto přednostní právo akcionáře omezeno nebo vyloučeno z důležitých zájmů společnosti – o tom dále).

Problém může vzniknout v situaci, kdy o podstatnou část emise projeví zájem jeden silný strategický investor, který bude mít určitý přínos pro společnost, např. z důvodu know-how, obsazení trhů, držení licencí apod.⁶³. Z pohledu společnosti zvyšující svůj základní kapitál touto cestou by bylo proto výhodné zákonem stanovené přednostní právo akcionářů na úpis nových akcií společnosti podle konkrétní situace buď vyloučit nebo omezit. Obchodní zákoník tuto možnost

⁶² Přednostní právo stávajících akcionářů je zachováno pouze při zvyšování základního kapitálu peněžitými vklady, při zvyšování základního kapitálu nepeněžitými vklady ustupuje zájem akcionářů na udržení vlivu ve společnosti před zájmem společnosti na získání určitého předmětu nepeněžitého vkladu.

⁶³ Nebezpečí zde vzniká zejména v případě, kdy takový investor uplatňuje strategii, kterou jsem nazval „take all or leave“ – v případě, že mu není umožněno získat celou emisi upisovaných akcií společnosti, rozhodne se raději investovat prostředky jinde.

povoluje, když ve svém § 204a odst. 5 říká, že přednostní právo lze omezit nebo vyloučit v usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu – k přijetí tohoto usnesení je potřebná tříčtvrtinová většina hlasů přítomných akcionářů a případné hlasování podle druhů akcií, jestliže jich společnost vydala více (§ 186 odst. 4 ObchZ). Dále české právo váže tuto možnost na splnění podmínky, kterou je důležitý zájem společnosti (důvod je nasnadě – zejména ochrana minoritních akcionářů). V převážné většině případů bude tímto důležitým zájmem přínos konkrétního upisovatele, v jehož prospěch se přednostní právo omezuje nebo vylučuje, pro společnost, případně kapitalizace pohledávek zatěžujících hospodaření společnosti⁶⁴

Pojem „důležitý zájem společnosti“ je značně neurčitý a předurčuje proto nutnost posoudit ten který případ na individuální bázi s ohledem na konkrétní okolnosti. To vnáší do procesu realizace primární emise akcií nejistotu v tom směru, zda lze vstup strategického investora do společnosti skutečně považovat za důležitý zájem společnosti. V pozadí přitom stojí nebezpečí podání žalob na neplatnost usnesení valné hromady o vyloučení resp. omezení přednostního práva ze strany stávajících akcionářů (§ 183 odst. 1 v kombinaci s § 131 ObchZ) a s tím související možné komplikace celého procesu realizace primární emise akcií – pokud by byli akcionáři se žalobou úspěšní a usnesení valné hromady o vyloučení přednostního práva akcionářů by bylo prohlášeno soudem za neplatné, stal by se neplatný i úpis týkající se akcií, k nimž mělo být zachováno přednostní právo akcionářů a celý proces primární emise akcií by se musel realizovat od začátku.

Pro vyřešení problematiky přednostního práva akcionářů na úpis nových akcií společnosti v souvislosti se zvyšováním jejího základního kapitálu v důsledku primární emise akcií navrhovala KCP ve své analýze z roku 2001⁶⁵ zavedení separátního právního režimu. Tento režim by podle návrhu KCP spočíval v tom, že by zákon stanovil, že emise akcií s bezprostředním cílem jejího přijetí k obchodování na regulovaný trh by byla důležitým zájmem společnosti. KCP

⁶⁴ Štenglová, Pliva, Tomsa a kol.: Obchodní zákoník, komentář, 11. vydání, C.H.Beck, Praha 2006, str. 779.

⁶⁵ Komise pro cenné papíry. Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001, str. 13

tvrdila, že by se touto zákonnou dikcí významně snížila právní nejistota společnosti a případných investorů ohledně možnosti žalob ze strany akcionářů na neplatnost usnesení valné hromady o omezení resp. vyloučení přednostního práva akcionářů na úpis nových akcií společnosti. Jsem však toho názoru, že tuto problematiku nelze takto bagatelizovat. Nelze v žádném případě tvrdit, že je možno zájem na rychlém průběhu primární emise akcií ve všech případech nadřadit přednostnímu právu akcionářů na úpis nových akcií. Právě proto je v § 204a odst. 5 ObchZ zavedena možnost omezení resp. vyloučení přednostního práva akcionářů jen v důležitém zájmu společnosti, aby se vždy v konkrétní situaci posoudilo, zda má např. upisovatel pro společnost takový význam, aby bylo v důsledku tohoto významu omezeno přednostní právo stávajících akcionářů.

Vzhledem k důležitosti jistoty v právních vztazích založených v souvislosti s provedením primární emise akcií je významná rovněž skutečnost, v jaké lhůtě mohou akcionáři napadnout usnesení valné hromady akciové společnosti, neboť by bylo nutné celý proces primární emise akcií opakovat, pokud by tito akcionáři byli se svou žalobou u soudu úspěšní. § 183 ObchZ stanovuje skrze odkaz na § 131 odst. 1 ObchZ akcionáři možnost napadnout žalobou usnesení valné hromady do tří měsíců ode dne konání valné hromady, nebo, nebyla-li řádně svolána, ode dne, kdy se akcionář o konání valné hromady mohl dovědět, nejdéle však do jednoho roku. Jedná se o lhůty prekluzivní. Lhůta tří měsíců se mi zdá vzhledem k nutnosti právní jistoty ve vztazích založených při primární emisi akcií i k době realizace primární emise akcií dlouhá. *De lege ferenda* bych proto v § 183 ObchZ navrhoval omezit prekluzivní lhůtu pro uplatnění práva akcionáře domáhat se uznání neplatnosti valné hromady v souvislosti s jejím usnesením o zvýšení základního kapitálu formou emise akcií s bezprostředním cílem jejího přijetí na regulovaný trh na dva týdny od konání valné hromady, resp. byla-li špatně svolána, ode dne, kdy se akcionář o konání valné hromady mohl dozvědět, nejdéle však do tří měsíců.

Při zkoumání směrnice č. 77/91/EEC (tzv. kapitálová směrnice) jsem v souvislosti s přednostním právem akcionářů na úpis nových akcií společnosti zjistil, že tato směrnice ve svém čl. 29 odst. 5 připouští možnost, aby valná hromada

společnosti zmocnila představenstvo k rozhodnutí o vyloučení přednostního práva stávajících akcionářů na úpis akcií při zvyšování základního kapitálu, ale pouze pod podmínkou, že představenstvo již bylo zároveň zmocněno ke zvýšení základního kapitálu a za předpokladu, že představenstvo zpracuje a předloží valné hromadě zprávu vysvětlující důvody pro tento postup. Toto ustanovení směrnice není do české právní úpravy výslovně promítnuto, a lze se pouze domnívat, že by se k němu dospělo obdobným použitím § 204a odst. 5 ObchZ, na který odkazuje § 210 odst. 2 ObchZ, v souladu se zásadou konformní interpretace s právem ES⁶⁶. Pro zvýšení právní jistoty by proto bylo vhodné tuto úpravu výslovně promítnout do obchodního zákoníku, a tím zvýšit konkurenceschopnost a atraktivitu našeho právního řádu vůči právním řádům ostatních členských států Evropské unie.

5 OSTATNÍ PŘEKÁŽKY PRIMÁRNÍ EMISE AKCIÍ

5.1 Ekonomické překážky

5.1.1 Chybějící daňové zvýhodnění společností realizujících primární emisi akcií

Stejně jako i v jiných oblastech lze skrze daňovou politiku státu stimulovat společnosti k rozhodnutí získat kapitál prostřednictvím primárních emisí akcií a investory k rozhodnutí vložit jejich prostředky do společností realizujících primární emise akcií. Vyspělé státy si dobře uvědomují důležitost primárních emisí akcií pro fungování národního kapitálového trhu, a proto jej zvýhodňují i touto cestou. Přístup jednotlivých států podporujících tímto způsobem primární emise akcií lze rozdělit do dvou skupin. Model, který se počal uplatňovat v Dánsku počítá s tím, že malým společnostem a burze jsou z rozpočtu poskytnuty jednorázové dotace při vstupu těchto společností na Kodaňskou burzu cenných papírů. Naproti tomu tzv. italský model jde cestou nižší sazby daně z příjmů a tudíž nižšího daňového zatížení pro právnické osoby, jejichž akcie byly přijaty k obchodování na

⁶⁶ Jan Dědič, Petr Čech: Obchodní právo po vstupu ČR do EU, 2. vydání, BOVA POLYGON 2005, str. 97.

regulovaném trhu. Dle studie z roku 2000⁶⁷ finanční prostředky, o které přijde státní rozpočet v době daňového zvýhodnění subjektu realizujícího primární emisi akcií, a o které jsou tedy příjmy státního rozpočtu nižší, se v budoucnu bohatě vykompenzují vyššími příjmy, které společnost dosáhne tím, že prostředky získané prostřednictvím primární emise akcií investuje do svého rozvoje. Na základě těchto faktů nezbyvá, než doporučit provedení daňového zvýhodnění subjektů realizujících primární emisi akcií *de lege ferenda*.

5.1.2 Zvolená forma privatizace státního majetku

Další „kvazipřekážkou“ svého druhu je fakt, že česká vláda nepoužívala a nepoužívá v případě privatizace státního majetku kapitálový trh. Opačný přístup zaujalo k dané problematice například Polsko. Pro srovnání jsem si vybral právě tento stát, neboť prošel stejným vývojem od centrálně plánované ekonomiky k tržnímu hospodářství jako Česká republika, avšak vývoj trhu primárních emisí akcií byl v tomto státě diametrálně odlišný. Polská vláda narozdíl od České republiky, která při privatizaci státních společností využila formu zejména kupónové privatizace, případně přímý prodej zahraničním investorům, postupně privatizovala společnosti formou primární emise akcií. Svým odlišným přístupem se česká vláda zbavila možnosti vyslat k účastníkům trhu signál, že je u nás primární emise akcií proveditelná.

5.1.3 Relativně vysoké náklady spojené s primární emisí akcií

Přímé i nepřímé náklady spojené s uvedením společnosti na regulované trhy mohou tvořit jednu z dalších možných překážek primárních emisí akcií. Přitom náklady emitenta, které musí při primární emisí akcií vynaložit, jsou závislé na mnoha okolnostech. Mezi hlavní faktory patří země původu emitenta, kvalita manažera emise, celková hodnota emise atd. V českém prostředí se nejmarkantněji problém těchto nákladů projevuje u menších a středních

⁶⁷ Giancarlo Giudici, Stefano Paleari: Should firms going public enjoy tax benefits?, European financial management, Volume 9, Issue 4, Page 513, prosinec 2003.

společností s ročním obrátem pod hranicí 1 mld. Kč. Pro tyto společnosti mohou náklady na primární emisi akcií v rozvinutém kapitálovém trhu dosahovat až 10 – 12% z objemu emise⁶⁸.

Překážky primární emise akcií v českém prostředí s přihlednutím k aspektům zahraniční právní úpravy

5.2 Psychologické překážky

5.2.1 Nedůvěra emitentů v český kapitálový trh

Až do obrátu na kapitálovém trhu, který byl zahájen úspěšnou primární emisí akcií společnosti Zentiva v roce 2004, byla dle mého názoru další možnou překážkou právě nedůvěra potenciální emitentů akcií v český kapitálový trh. Tito emitenti se obávali složitosti realizace primární emise akcií a jejího nejistého výsledku, a proto volili raději jiné formy získání kapitálu.

5.2.2 Nedůvěra investorů v český kapitálový trh

Po transformaci našeho hospodářství na systém tržní ekonomiky byl počáteční přístup k regulaci českého kapitálového trhu velice laxní. Zpočátku dohlíželo na kapitálový trh Ministerstvo financí ČR. Agendu dozoru nad kapitálovým trhem převzala v roce 1998 Komise pro cenné papíry, jež byla k 1.4.2006 nahrazena Českou národní bankou. Vzhledem k nedostatečné regulaci docházelo v 90. letech 20. století k mimořádným celospolečenským ztrátám způsobeným zpronevěrou majetku privatizovaných akciových společností nechvalně známým pod pojmem „tunelování“. Tento jev byl umožněn tím, že v našem právním řádu zcela chyběla ustanovení určená k ochraně investorů, zejména pokud šlo o informační povinnosti společností obchodovaných na regulovaných (dříve veřejných) trzích. Na základě těchto skutečností byla pochopitelně nalomena i důvěra potenciálních investorů v český kapitálový trh. Dle mého názoru byl tento stav zapříčiněn hlavně strachem těchto investorů z nedostatečné ochrany případné investice do primární emise akcií. V posledních letech se však situace ochrany investorů, a to zejména v kontextu komunitárního práva, podstatně

⁶⁸ Ježek T., et al. Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu, KCP, 2004, str. 35.

zlepšila, a proto si myslím, že se již nadále o překážku primární emise akcií nejedná.

5.2.3 Obavy z převzetí společnosti

Mezi psychologické překážky je bezesporu nutné zařadit i obavu stávajících akcionářů společností uvažujících o primární emisi akcií z převzetí společnosti. Nutno ovšem dodat, že k takové situaci může dojít pouze v případě, že se na regulovaném trhu bude obchodovat takové množství akcií, které v případě, že se soustředí v rukou jednoho subjektu resp. společně jednajících subjektů, umožní ovládnout předmětnou společnost. V ostatních případech jsou tyto obavy neopodstatněné.

5.3 Historické překážky

Primární emise akcií se začala využívat v padesátých a šedesátých letech dvacátého století v USA a západoevropských zemích. Systém hospodářského plánování uplatňovaný tehdy v bývalém Československu, který neumožňoval podnikání soukromých subjektů, zcela vyloučil potřebu získání finančních prostředků prostřednictvím primární emise akcií. Přes čtyřicet let nesvobody neumožnilo využít institut primární emise akcií v praxi, a tím ho fakticky vymazalo z podvědomí všech subjektů na území našeho státu. Domnívám se, že tato skutečnost byla jedním z důvodů, proč nenastal zlom ve využívání primárních emisí akcií ani s pádem systému centrálně plánované ekonomiky v roce 1989 a transformací na tržní ekonomiku. Subjekty byly z dřívějšího období zvyklé získávat finanční prostředky z velké většiny bankovním úvěrem. Lze tedy konstatovat, že úvěrové bankovníctví si díky uvedeným skutečnostem u nás získalo tradici, a to je i jeden z důvodů, proč docházelo po r. 1989 ve valné většině případů k získávání kapitálu pro financování rozvoje společností právě prostřednictvím bankovních úvěrů. Tato situace byla navíc podpořena ochotou bankovních ústavů půjčit v této době téměř každému a na cokoli. Pojem bonity

klienta byl bankám v souladu s politikou tehdejších vlád téměř cizí⁶⁹. Tím nebyl žádný ekonomický subjekt nucen hledat alternativu pro získání kapitálu na financování svého rozvoje a činnosti a institut primární emise akcií byl vyřazen ještě na několik let z podvědomí podnikatelů. Situace se však diametrálně změnila s přechodem bankovních ústavů do rukou zahraničních investorů. Tito nastavili úvěrovou politiku směrem opírajícím se o bonitu klienta a jeho schopnost úvěr splácet. Mnoho zejména nových společností tak zkrátka nedokáže splnit podmínky pro poskytnutí úvěru a tím se plně otevírá prostor pro primární emise akcií jakožto alternativy pro získání kapitálu.

6 ZÁVĚR

Ne vždy bylo u nás prostředí umožňující bezproblémovou realizaci primárních emisí akcií. Po přechodu našeho hospodářství ze systému centrálního plánování na tržní ekonomiku zde bylo mnoho překážek historických, ekonomických, psychologických a zejména legislativních. Některé z nich měly vliv na nemožný resp. přesněji řečeno složitě proveditelný IPO větší, některé menší. Je však jisté, že ve svém vzájemném souhrnu vytvořily citelný handicap hovořící v neprospěch využívání institutu primární emise akcií. Nejmarkantnější vliv na tento stav měly bezesporu překážky legislativního charakteru. Po roce 1989 zde chyběla jakákoli regulace kapitálového trhu, čímž byla poškozena důvěra v český kapitálový trh. Skutečnost, že emitenti nebyli nuceni poskytovat žádné informace o svém podnikání, přispěla k nezájmu investorů o akciový trh. Tento stav se výrazně zlepšil v roce 1998 po vzniku Komise pro cenné papíry. Dalším zásadním problémem, se kterým se česká právní úprava potýkala, byla nepřiměřeně dlouhá lhůta realizace primární emise akcií. Tento problém se snažila zlepšit již novela obchodního zákoníku provedená zákonem č. 370/2000 sb. (např. tím, že umožnila podmíněné upisování akcií na zvýšení základního kapitálu v době, kdy zápisy do obchodního rejstříku trvaly nepřiměřeně dlouhou dobu), následovaná technickou novelou č. 501/2001 Sb., která zavedla např. tzv. formalizovaný zápis do obchodního rejstříku - § 206 odst. 2 ObchZ, poukázku na akcie - § 204b

⁶⁹ Instrukce tehdejších vlád vůči státním bankovním ústavům měly jednoznačný účel - napumpovat do ekonomiky finanční prostředky, a tím nastartovat její růst.

ObchZ, souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu - § 216c ObchZ aj.). Nicméně uspokojivé řešení přinesla až novela obchodního zákoníku týkající se zápisů do obchodního rejstříku provedená zákonem č. 215/2005 Sb. a zákonem č. 79/2006 Sb, díky kterým byl proces zápisu rozhodné skutečnosti do obchodního rejstříku omezen lhůtou 5 pracovních dnů. Situace v oblasti právní úpravy je nyní uspokojivá, o čemž svědčí i v poslední době úspěšně realizované primární emise akcií (např. Zentiva, ECM, Pegas) a rovněž primární emise akcií, o kterých se ví, že jsou ve stadiu přípravy (Česká pojišťovna, a.s., společnost AAA Auto, a.s., společnost MOTORPAL, a.s., C.S.Cargo, a.s). Dalo by se uvažovat pouze o kosmetických úpravách (viz výše). V oblasti překážek neprávních by bylo určitě přínosem realizovat daňové zvýhodnění pro obchodní společnosti, které realizovaly primární emisi akcií (jako je tomu např. v Itálii). Rovněž se jeví jako vhodné zvýšit důvěru emitentů a investorů v český kapitálový trh např. privatizací státního majetku prostřednictvím primární emise akcií (např. letiště Praha, s.p., ČEZ apod.).

Seznam použité literatury:

Publikace:

- Černá, S.: Obchodní právo III., ASPI, Praha 2006
- Dědič, J., Čech, P.: Obchodní právo po vstupu ČR do EU, 2. vydání, BOVA POLYGON, 2005
- Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M. a kol.: Obchodní zákoník, komentář, 11. vydání, C.H.Beck, 2006
- Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, komentář, díl II., § 93 – 175, Polygon, Praha 2002
- Dědič, J. a kol.: Obchodní zákoník, komentář, díl III., § 176 – 220zb, Polygon, Praha 2002
- Bureš, J., Drápal, L., Krčmář, Z. a kol.: Občanský soudní řád, komentář, díl II., C.H.Beck, Praha 2006
- Ježek T., et al: Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu, KCP, 2004
- Gazda, J., Liška, V.: IPO kmenové akcie a jejich primární emise, 1. vydání, HZ Editio, Praha, 2001
- Kolektiv autorů: Meritum, Obchodní právo, ASPI 2005
- Mayson, French & Rayan: Company law, twentieth edition, 2003 – 2004, OXFORD, New York
- Stephen Griffin: Company law – fundamental principles, third edition, London 2000
- Andrew McGee: Share Capital, Butterworths, London 1999

- *Eliáš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol.:* Kurs obchodního práva, Právnícké osoby jako podnikatelé, 4. vydání, C.H.Beck, Praha 2003
- *Kotásek, J., Pokorná, J., Raban, P. a kol.:* Kurs obchodního práva, Právo cenných papírů, 4. vydání, C.H.Beck, Praha 2005
- *Winterová, A. a kol.:* Civilní právo procesní, 4. vydání, Linde, Praha 2006
- *Samuelson, P., A.:* Ekonomie, 2. vydání, Svoboda, Praha 1995

Odborné články a monografie:

- *Corbett, Jenkinson:* „How is investment financed? A study of Germany, Japan, The united Kingdom and The United States“, The Manchester School of Economic & Social Studies, page 69 – 93, Blackwell Publishing, 1997
- *Jaroslav Řehůřek:* Výhody financování podniků prostřednictvím kapitálového trhu (studie), 2002
- *Komise pro cenné papíry:* Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001
- *Giancarlo Giudici, Stefano Paleari:* Should firms going public enjoy tax benefits?, European financial management, Volume 9, Issue 4, Page 513, 2003
- *Petr Čech:* Nová směrnice ES o prospektu, Právní zpravodaj, 3/2004
- *J. Šedová, M. Režnáková:* Primární emise na českém kapitálovém trhu, Právo a podnikání, 11/2001
- *M. Bartošíková:* Rejstříkové peripetie aneb jak novela novelu stíhá, Právní fórum, 8/2006

- *J. Dědič*: Malé zamyšlení nad významnou novelou obchodního zákoníku, Právní zpravodaj, 7/2005
- *M. Jindřich*: K soudnímu přezkumu ve věcech obchodního rejstříku, Právní zpravodaj, 7/2005
- *J. Holešovský*: Změna právní úpravy obchodního rejstříku a řízení před ním, Právní rozhledy, 11/2005

Elektronické zdroje:

- Rok 2006 vs. 2007 aneb kolikrát se letos rozezvučí IPO zvon pražské burzy?, [online] <http://ipoint.financninoviny.cz/rok-2006-vs-2007-aneb-kolikrat-se-letos-rozezvu-ci-ipo-zvon-prazske-burzy.html>, (stránka navštívena dne 14.2.2007)
- *Eckbo, Masulis, Norli*: Seasoned Public Offerings: Resolution of the 'new issues puzzle', 1999, [online] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251502, (stránka navštívena dne 11.10.2006)
- Trhy v roce 2007: Přiletí do Prahy nové IPO vlaštovky?, [online] http://www.ace.cz/cz/press_releases/napsali_jsme-061212.html, (stránka navštívena dne 17.1.2007)
- Analýza: Primární emise v Evropě, [online] http://www.ace.cz/cz/press_releases/napsali_jsme-050214.html, (stránka navštívena dne 11.11.2006)
- Robert Pelikán, Francouzská úprava obchodního rejstříku a osob, které jej vedou – registrátorů, [online] <http://www.srovnacipravo.cz/texty/registfr.htm>, (stránka navštívena dne 5.12.2006)

- Josef Neskusil, Obchodní rejstřík a osoby pověřené jeho vedením v současném španělském právu, [online] <http://www.srovnacipravo.cz/texty/registepepe.htm>, (stránka navštívena dne 5.12.2006)

Odborné semináře:

- Ralf Dreyer, přednáška k reformě obchodních rejstříků, Praha, 9. říjen 2001
- Odborný seminář s názvem „Vše, co jste potřebovali vědět o IPO“, pořádaný Burzou cenných papírů Praha, a.s., dne 3. listopadu 2005

Příloha 1 - Doba realizace jednotlivých úkonů primární emise akcií dle KCP

Překážky primární emise akcií v Českém prostředí s přihlédnutím k aspektům zahraniční právní úpravy

	Konkrétní procedurální činnosti a úkony	Stanovené lhůty	Doba realizace (kumulativně, v měsících)
1.	Pozvánka na jednání valné hromady	30 dnů	1
2.	Zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do OR; (návrh na zápis do 30 dnů od usnesení VH)	---	2-8
3.	Schválení prospektu Komisí, přidělení ISINu	30 dnů	3-9
4.	Uveřejnění prospektu emitenta	---	3-9
5.	Ukončení procesu upisování akcií	---	6-12
6.	Podání návrhu na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku (po upsání nové výše základního kapitálu a splacení jmenovité hodnoty akcií včetně případného emisního ážia)	30 dnů	7-13
7.	Zápis zvýšené výše základního kapitálu do OŘ (na základě návrhu společnosti)	---	7-19
8.	Vydání nových akcií (bez zbytečného odkladu po zápisu nové výše základního kapitálu do OŘ v případě, že jejich jmenovitá hodnota je plně splacena)	---	7-19
9.	Zaknihování akcií ve Středisku cenných papírů	---	8-20
10.	Podání žádosti o přijetí k obchodování na veřejném trhu organizátoru veřejného trhu	60 dnů	10-22
11.	Oznámení o přijetí na veřejný trh (v celostátně distribuovaném deníku, ve věstníku burzy)	---	10-22

Pramen: BCPP, KCP