

Univerzita Karlova
Právnická fakulta

**SME Growth Markets - Trhy pro růst malých a středních
podniků jako alternativní cesta vstupu na burzu**

Studentská vědecká odborná činnost

Kategorie: Magisterské studium

Autor: Marek Mihulka

2023

Konzultant: PhDr. Mgr. Pavel Seknička, Ph.D.

XVI. ročník

Vědecký seminář/VP: Kapitálové trhy a burzy HOPV0157

Navrhovaný profilační modul: Finance a podnikání HMOD0022

Čestné prohlášení a souhlas s publikací práce

Prohlašuji, že jsem práci předkládanou do XVI. ročník. ročníku Studentské vědecké a odborné činnosti (SVOČ) vypracoval(a) samostatně za použití literatury a zdrojů v ní uvedených. Dále prohlašuji, že práce nebyla ani jako celek, ani z podstatné části dříve publikována, obhájena jako součást bakalářské, diplomové, rigorózní nebo jiné studentské kvalifikační práce a nebyla přihlášena do předchozích ročníků SVOČ či jiné soutěže.

Souhlasím s užitím této práce rozšiřováním, rozmnožováním a sdělováním veřejnosti v neomezeném rozsahu pro účely publikace a prezentace PF UK, včetně užití třetími osobami.

V Praze dne 20.4.2023

Marek Mihulka

Celkový rozsah vlastního textu práce (od úvodu po závěr), včetně mezer a poznámek pod čarou:

43 286 znaků

Poděkování

Děkuji konzultantovi mojí práce, PhDr. Mgr. Pavlu Sekničkovi, Ph.D., za jeho čas, trpělivost, podnětné návrhy, poskytnuté materiály, konzultace a podporu.

Anotace

Evropská unie se po „Globální finanční krizi“ v rámci nabilizace regulatorního prostředí burzovního pokusila podpořit rozvoj objektivně poměrně zaostalých kapitálových trhů. Došlo k vytvoření zajímavého konceptu nového typu organizovaného trhu určeného pro malé a střední podniky, zvaného SME Growth Market, který by měl zvýšit zájem investorů o investice do těchto drobnějších podniků a zároveň by postupným nabalováním výhod měl znamenat i motivaci pro emitenty samotné. Vzhledem k tomu, že považuji kapitálové trhy obecně za důležité, rozhodl jsem se tuto problematiku hlouběji rozebrat a představit v rámci této práce.

Klíčová slova: trh malých a středních podniků, trh pro růst malých a středních podniků, trh START, M-Model financování, malé a střední podniky, rozvoj kapitálových trhů

Annotation

The European Union attempted to support the development of objectively lagging capital markets through the mobilization of the regulatory environment of the stock market after the "Global Financial Crisis." An interesting concept of a new type of organized market was created for small and medium-sized enterprises, called the SME Growth Market, which should increase investor's interest in investing in these smaller companies and gradually provide motivation for the issuers themselves through accruing benefits. As I consider capital markets generally important, I have decided to delve deeper into this issue and present it in this work.

Keywords: SME Growth market, START market, M-Model financing, small and medium-sized enterprises, development of capital markets

Obsah

1. Úvod	6
2. Analytický rámec – Základní pojmy	8
2.1. <i>Mnohostranný obchodní systém</i>	8
2.2. <i>SMEs - Malé a střední podniky</i>	9
2.3. <i>SME Growth Markets</i>	10
3. Regulace	11
4. Vstup na trh malých a středních podniků a přechod regulovaný segment	13
5. Příklady SME Growth Market v zahraničí	15
6. Trh START (PSE)	16
6.1. <i>Trh START v současnosti</i>	16
6.2. <i>Srovnání trhu START s trhem New Connect (GPW)</i>	19
6.3. <i>Budoucnost trhu START</i>	21
7. Závěr	22
 Prameny	 23

1. Úvod

Jako téma pro svou práci jsem si vybral SME Growth Markets, které představuje stále poměrně čerstvou novinku v oblasti evropského burzovníctví. Pro rozebrání tohoto tématu byla použita vědecká metoda deskriptivní a komparativní. Analyzovány byly rozličné prameny, z různých úhlů pohledu na danou problematiku a na závěr zde byl dán prostor i pro jistou úvahu pohledu do budoucna. Práce je rozdělena 7 kapitol, které jsou logicky členěny podle aspektů, o kterých pojednávají, závěr a dále 2 formální části. Text celkově se zabývá právními a regulatorními aspekty, ekonomickými důsledky a pozadím a také dopady na odvětví burzovníctví, důraz je kladen na český kontext celé věci.

Kapitálový trh je důležitou součástí moderního ekonomického systému. Jedná se o trh, na kterém jsou obchodovány investiční nástroje, jako jsou akcie a dluhopisy, které slouží jako zdroj financování pro podniky, vlády a další subjekty. Jednou z hlavních funkcí kapitálového trhu je umožnit efektivní alokaci finančních zdrojů v ekonomice. Tím, že poskytuje možnost investovat do projektů s vysokým potenciálem růstu a výnosů, kapitálový trh umožňuje podnikům a vládám financovat nové projekty a rozšířit své podnikání. To pak vede k růstu produktivity, zvýšení zaměstnanosti a zlepšení kvality života obyvatel.

V opozici ke kapitálovému trhu stojí komerční banky, které podnikům poskytují dluhové financování prostřednictvím úvěrů. Tyto instituce ale při poskytování takového financování zatěžují dlužníky velkým množstvím konzervativně nastavených požadavků, jako jsou nejrůznější kovenanty, zajištění, zástavní práva, nadřazenost případných pohledávek, právní posudky, nebo třeba až nutnost mít bankovní účet u věřitelské komerční banky, tak aby tato mohla v případě nějakých komplikací účet snadno obstatit. K tomu se přidávají regulace, týkající se nějakých mimoekonomických politik bank, které například úplně znemožňuje profinancování projektů bankovním financováním v některých sektorech, mezi které patří například zbrojní průmysl¹, nebo třeba také těžbařské společnosti a „nezelená“ energetika. Tyto společnosti přitom stále patří mezi důležité pilíře naší ekonomiky, a přitom produkují zajímavou přidanou hodnotu. Dalším faktorem, který do takové formy financování může zasáhnout jsou pak specifické podmínky poskytování financování ze strany dohledového

¹ Ekonom.cz: Evropa hodlá zbrojit, avšak banky se nechtějí špinit [online]. Vojtěch Wolf. Poslední změna 17. 3. 2022. [Cit. 13.4.2023]. Dostupné z: <https://ekonom.cz/c1-67046030-evropa-hodla-zbrojit-avsak-banky-se-nechteji-spinit>

orgánu nebo třeba seberegulace nastavená na veškeré úvěrové aktivity ze strany risk management oddělení bank.

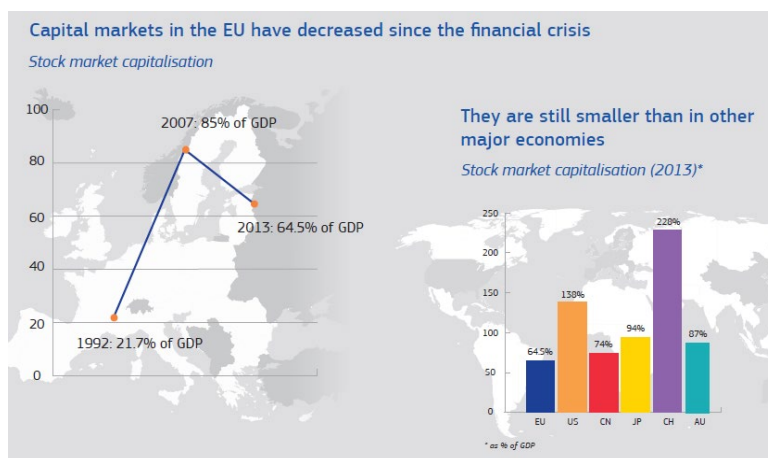
Oproti těmto striktním podmínkám, které jsou nastaveny ze strany bank, díky jejich tržní síle a potřebě omezovat rizika podnikání tu pak stojí kapitálové trhy, které o bonitě dlužníka rozhodují flexibilně na tržní bázi. V podstatě by se dalo říci, že na kapitálovém trhu může peníze získat úplně každý, otázka spíše zní, za jakou cenu mu je investoři poskytnou.

Získat kapitál neboli peníze, které jsou investovány na dobu delší, než 1 rok je možné hned 2 způsoby. Tím první je alternativa k dluhovému bankovnímu financování, která se nazývá dluhopisy, a dále poté za prodej podílu ve společnosti, který je vyjádřen jejími akciemi. Tyto tzv. majetkové cenné papíry představují podíl na základním kapitálu společnosti a prostřednictvím navýšení jejich počtu v procesu úpisu tak lze získat nové prostředky, samozřejmě při tzv. nařazení podílu současných akcionářů. Další funkcí, kterou akcie umožňují pak je možnost zpeněžení podílu prostřednictvím prodeje akcií, nebo třeba také možnost odměňování zaměstnanců právě akciemi získávanými v opčních programech.

Pokud jde o prodej a logicky také nákup investičních nástrojů, tak ten je možný tradičním způsobem bez prostředníka, na organizovaných nebo také regulovaných trzích nebo na tzv. mnohostranných obchodních systémech.

Sečteno a podrženo je potřeba říci, že jsou to právě kapitálové trhy, jedna z odnoží peněžních trhů, které zajišťují díky své tržní povaze opravdu efektivní a pružnou alokaci úspor investorů do rozvojových projektů emitentů nejrůznějších cenných papírů. Takovéto trhy jsou jedním ze základních pilířů každé rozvinuté ekonomiky. Musíme si zde na evropské straně Atlantiku zároveň přiznat, že co se rozvinutosti našich kapitálových trhů týče, evidentně silně

Graf vývoje velikosti kapitálového trhu v EU (měřeno tržní kapitalizací akcií) a světové srovnání v jeho poměru k HDP



Obrázek 1 - Capital markets in the EU Infographics, Evropská komise, zdroj: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/12/CMU_Infographics_A4_printing.pdf

zaostáváme za naším americkým bratrem. Evropská ekonomika tradičně spoléhá spíše na tzv. B-Model financování, který ovšem celkově dělá naše hospodářství méně flexibilním.

B-Model financování podniků stojí převážně na komerčních bankách a jejich úvěrech, protikladem k němu stojí tzv. M-Model financování, kde jsou naopak dominantní kapitálové trhy, jako „dodavatelé kapitálu“ podnikajícím subjektům. M-Model je pak rozhodně typickým pro USA, nebo třeba také Spojené království a další zejména anglosaské ekonomiky. Studie Nizozemské centrální banky, která oba modely empiricky srovnávala pak ukazuje, že systémové riziko v rámci bankovního financování je velmi výrazně eliminováno v případech, kdy zároveň dobře funguje financování skrze kapitálový trh.² Kvalita kapitálově trhů pak podle dalších výzkumů souvisí zejména s vyspělostí právního prostředí a ochoty přijímat riziko,³ což celkově dále ovlivňuje konkurenceschopnost států.

Instituce EU se proto, po zkušenostech načerpaných po „Globální finanční krizi“ s přijetím nové legislativy pokusily vytvořit v této souvislosti nový institut SME Growth Market, česky Trhy pro růst malých a středních podniků, čímž chtějí přímo podpořit rozvoj kapitálových trhů v Evropě, zejména v kontextu se vstupem malých a středních podniků na ně.

2. Analytický rámec – Základní pojmy

2.1. Mnohostranný obchodní systém

Mnohostranný obchodní systém (Multilateral Trading System – MTF) je z laického pohledu jedním z typů obchodních systémů. Bývá často označován také jako neregulovaný organizovaný trh.

Mnohostranný obchodní systém je v našem právním řádu definován, podle §69 zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu („ZPKT“), jako obchodní systém, umožňující obchodování investičních nástrojů, provozovaný organizátorem regulovaného trhu nebo obchodníkem s cennými papíry. V kontextu evropského práva pak tento funguje v rámci tzv. MiFID II směrnice, o které určitě bude ještě řeč a jejíž cíle v tuzemsku implementují právě novelizace ZPKT.

² Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk, Joost Bats and Aerd Houben, De Nederlandsche Bank NV, https://www.dnb.nl/media/igjp5crb/wp_577_tcm47-369482.pdf

³ National Preferences for Bank or Market Financing, Raj Aggarwal John, W. Goodell, Federal Reserve Bank of Cleveland, <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2016/ec-201604-national-preferences-for-bank-or-market-financing>

Pro provozování takového systému je zapotřebí získat povolení dohledového orgánu, tedy České národní banky, což je podmíněno prokázáním nastavení patřičných interních pravidel, postupů a standardů. V porovnání s regulovaným burzovním trhem jsou pravidla pro provozování takového systému mnohem variabilnější a umožňují tak obchodování i menších emisí.

Provozovatele takového systému máme v Česku celkem 2, a to Burzu cenných papírů Praha, a.s. a RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s. s tím, že oba tyto subjekty jsou zároveň organizátory regulovaného trhu podle ZPKT.⁴

2.2. SMEs – Malé a střední podniky

Malé a střední podniky (Small and Medium Enterprises - SMEs) jsou z pohledu různých institucí rozlišovány různě. Nejčastěji v evropském prostoru v souvislosti s tímto pojmem hovoříme o podnicích, jejichž počet zaměstnanců nepřesahuje 250, tomu odpovídá i definice, vytvořená naším Ministerstvem průmyslu a obchodu podle příslušného doporučení Evropské komise. Doplnkovým ukazatelem pro určení takového subjektu pak může být také obrát do 50 miliónů EUR ročně, nebo bilanční suma nepřesahující částku 43 miliónů EUR. Malým podnikem je pak konkrétně podnik s počtem zaměstnanců do 50 a obrátem nebo velikostí rozvahy do 10 miliónů EUR.⁵ S touto definicí v českém právním prostředí dále v zásadě koresponduje i §1b zák. č. 563/1991 Sb. o účetnictví, který hovoří právě o kategorizaci účetních jednotek.

Obecně branou výhodou těchto firem je zejména jejich flexibilita, inovativnost, nebo třeba také to, že trh tvořený malými a středními podniky je trhem s kvalitní konkurencí, což je výhodné zejména pro koncové zákazníky. To jsou důvody, pro které je evropské státy dlouhodobě podporují. Jedním z přístupů pak může být také usnadnění jejich financování. Malé a střední podniky totiž sami dlouhodobě bojují z nedostatky v jejich financování, v eurozóně s tímto problémem bojuje cca 35 % malých a středních firem.⁶ Právě na tuto problematiku spolu s rozvojem kapitálového trhu v EU cílí směrnice MiFID II, která pro potřeby malých a středních podniků vytváří specializované trhy malých a středních podniků.

⁴ Seznam organizátorů regulovaného trhu v ČR - Základní seznamy regulovaných a registrovaných subjektů, Česká národní banka, stav ke dni 15.4.2023, https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE_3?p_lang=cz&p_DATUM=15.04.2023&p_hie=HI&p_rec_per_page=250&p_ses_idx=52

⁵ Definice malého a středního podnikatele, Ministerstvo průmyslu a obchodu <https://www.mpo.cz/assets/cz/podnikani/zivnostenske-podnikani/2020/3/Definice-maleho-a-stredniho-podnikatele-osetrovneOSVC.pdf>

⁶ Data zveřejněná v infografice Capital markets in the EU, 2015, Evropská komise, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/12/CMU_Infographics_A4_printing.pdf

V souvislosti s nimi a burzovníctvím obecně pak tuto kategorii subjektů definuje tak, že jejich tržní kapitalizace, tedy aktuální tržní hodnota všech akcií společnosti, musí být po dobu 3 let, vždy ke koncům roků kalendářních pod úrovní 200 milionů EUR. V českém právu bychom se této definice dopátrali konkrétně v §73b odst. 4 zák. č. 256/2004 Sb. (ZPKT), který říká: „Malým a středním podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí takový emitent, který má na základě kotací na konci roku za předchozí 3 kalendářní roky průměrnou tržní kapitalizaci nižší než 200000000 EUR.“

2.3. SME Growth Market – Trh malých a středních podniků

Trh malých a středních podniků, nebo také SME Growth Market byl do burzovního práva zaveden po finanční krizi 2008-2010 směrnicí MiFID II. Trhy malých a středních podniků jsou nějakým způsobem regulované trhy navržené k pomoci malým a středním podnikům při získávání kapitálu prostřednictvím veřejných kapitálových trhů. Jedná se o platformy, které těmto společnostem umožňují snadnější přístup na kapitálový trh.

Typickým emitentem budou podniky, které již překročili fázi start-upu, nebo tradiční, avšak inovativní, menší výrobní společnosti, které by rády zafinancovali zahraniční expanzi, případně výzkum a vývoj (R&D). Trhy malých a středních podniků nabízí jednodušší regulační rámec a díky tomu i nižší vstupní náklady ve srovnání s většími organizovanými akciovými trhy, což usnadňuje přístup podnikatelů k kapitálovým trhům. Cílem je umožnit malým a středním podnikům růst a rozšířit své podnikání tím, že jim poskytuje přístup k financím, ale třeba také mediální prostor, se kterým se zalistování na veřejném trhu zcela určitě pojí.⁷ Trhy malých a středních podniků jsou jakýmsi mezikrokem mezi neregulovanými trhy na bázi mnohostranného obchodního systému a těmi hlavními regulovanými. Jejich koncept spočívá v hledání jakéhosi vyváženého kompromisu mezi jednoduchostí pro emitenty cenných papírů, tedy subjekty, které si na ně jsou pro peníze a zájmy investorů, které by měli v dodatečném povýšení mnohostranného obchodního systému na trh malých a středních podniků garanci nižší rizikovitosti své investice.

Pravidla a předpisy pro trhy malých a středních podniků se liší podle země a jurisdikce, zároveň je tu ponechána výrazná diskrece provozovatelům takových trhů tak, aby byly schopni přizpůsobit je konkrétním okolnostem poplatným dané ekonomice a segmentu emitentů. Zajímavostí je, že v kontextu evropské legislativy, včetně jejích česko-jazyčných verzí bychom

⁷ Hodnota marketingového prostoru společnosti Pilulka se zalistováním na trhu START vyčíslena na 10 mil. Kč, Burza cenných papírů Praha, zdroj: <https://www.pse.cz/pruvodce-emitenta>

pojem „Trh malých a středních podniků“ hledali marně, v těchto dokumentech bychom totiž našli delší, objektivně „obtížněji použitelný“, avšak na druhou stranu výstižnější termín „Trhy pro růst malých a středních podniků“. V rámci implementace do českého zákona (ZPKT) bylo, ze zřejmých logických důvodů přistoupeno k jeho zkrácení a vypuštění popisu účelu (růst takového trhu, který v anglickém názvu SME Growth Market vyjádřen je. V rámci již několikrát zmíněného č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu (ZKPT), konkrétně zák. č. 204/2017 Sb. (novela ZKPT) implementující směrnici MiFID II, byla pro potřeby ustavení tohoto typu trhu vytvořena nová IV. hlava zákona, která pod názvem „Trh malých a středních podniků“ zahrnuje 2 paragrafy, tj. §73b a §73c. Důvodová zpráva k této novele pak o trhu malých a středních podniků hovoří jako o speciálním poddruhu mnohostranného obchodního systému.⁸

Podmínkou provozování trhu malých a středních podniků je současné provozování mnohostranného obchodního systému.⁹ Provozovatel mnohostranného obchodního systému požádá o povolení dohledovou autoritu o zápis tohoto typu trhu, přičemž musí splnit některé dodatečné podmínky, které klasický mnohostranný obchodní systém plnit nemusí. Těmito podmínkami jsou stanovení patřičných pravidel a postupů pro přijetí emise na tento trh, stanovení a kontrolování informační povinnosti emitentů a zavedení dostatečně efektivních pravidel proti zneužívání trhu. Nejdůležitějším předpokladem pro provoz trhu malých a středních podniků a tím, co ho odlišuje oproti běžnému mnohostrannému obchodnímu systému je pak ovšem to, že minimálně 50 % emitentů na tomto trhu jsou malé a střední podniky, definované podle mnou již výše popsaných pravidel.

Trhy malých a středních podniků jsou po splnění patřičných kritérií zapsány do seznamu vedeného jak lokálním orgánem, který požadavku na zápis vyhovuje, spolu s evropským orgánem, kterým pro účely této evidence je Evropský orgán pro cenné papíry (ESMA). V České republice zatím žádný takový trh zapsaný není.¹⁰ V zahraničí je takto zapsaných trhů v současnosti již několik. Na konkrétní příklady se ale zaměříme v samostatné části věnované právě jim.

⁸ Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, bod 247, Vláda ČR, 8. června 2016, https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf

⁹ §73 odst. 1 věta 1. zák. č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu: „Trhem malých a středních podniků je mnohostranný obchodní systém zapsaný v seznamu trhů malých a středních podniků vedeném Českou národní bankou nebo orgánem dohledu jiného členského státu Evropské unie.“

¹⁰ Trhy malých a středních podniků - Základní seznamy regulovaných a registrovaných subjektů, Česká národní banka, stav ke dni 15.4.2023,

https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE_3?p_lang=cz&p_DATUM=15.04.2023&p_hie=HI&p_rec_per_page=250&p_ses_idx=349

3. Regulace

Regulace SME Growth Market je na evropské úrovni založena na velmi známe směrnici 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů, známé pod zkratkou MiFID II, která je na úrovni členských států implementována vlastní legislativou, v Česku novelizací ZPKT. Tato regulace byla vytvořena v roce 2014 s tím, že se jednalo o reakci na chyby a mezery ve směrnici minulé (MiFID) a začátky jejího projednávání bychom hledali někde kolem roku 2011. Největším problémem směrnice MiFID byla nízká regulace OTC trhů, na které se po jejím zavedení přesunula notná část obchodů evropských kapitálových trhů a také tzv. BCS systémy, což byly neregulované obchodní systémy, obdoby mnohostranných obchodních systémů. provozované investičními bankami mimo standardní regulaci, které párovali objednávky vlastních klientů. Základní struktura, co se typů týče na stranu druhou byla zachována. Novinkou pak ovšem byly, právě v tomto textu řešené trhy malých a středních podniků.

Je potřeba doplnit, že výše zmíněné normy mají ve vztahu k trhům malých a středních podniků definiční vztah, co se prováděcího předpisu týče, tak tam bychom se měli podívat do nařízení EU č. 2017/565 kterým se doplňuje směrnice č. 2014/65, konkrétně pak na článek 78.

Při určování toho, zda malé a střední podniky tvoří alespoň 50 % emitentů přijatých k obchodování v mnohostranném obchodním systému, pro účely registrace tohoto mnohostranného obchodního systému jako trhu pro růst malých a středních podniků vypočítá příslušný národní dohledový orgán průměrný podíl malých a středních podniků na celkovém počtu emitentů, jejichž finanční nástroje jsou přijaty k obchodování na daném trhu. Tento průměrný podíl se vypočítá k 31.12. předchozího kalendářního roku jako průměr z dvanácti hodnot z konců měsíce tohoto roku. Tento výpočet je prováděn v rámci provozovatele trhu, jako provozovatele trhu pro růst malých a středních podniků, který tak dosud nepůsobil a dále pak po uplynutí tří kalendářních let v rámci ověření, zda daný trh stále splňuje tuto podmínku minimálního podílu malých a středních podniků.

Příslušný dohledový orgán domovského členského státu dále sleduje, jestli provozovatel stanovil a uplatňuje pravidla stanovená právě tímto prováděcím nařízením.

Provozovatel trhu malých a středních podniků je povinen zajistit objektivní a transparentní kritéria pro prvotní a průběžné přijímání emitentů k obchodování ve svém systému, vhodný model provozu pro výkon jeho funkcí a udržení korektního a řádného obchodování s finančními nástroji přijatými k obchodování v jeho systému. Krom toho musí tento provozovatel, ve vztahu k subjektům nespádajícím pod nařízení EU č. 2017/1129 o prospektu, nastavit a vymáhat předpisy týkající se minimálního obsahu tak, aby investorům

byly poskytnuty dostatečné informace, díky nimž budou moci provést informované posouzení situace emitenta a jeho výhledů do budoucna, práv spojených s jeho cennými papíry a také stanovit postup prověření úplnosti, jednotnosti a srozumitelnosti této dokumentace. Dále musí zajistit plnění informačních povinností emitentů, představovaných zejména povinným zveřejňováním výroční finanční zprávy do 6 měsíců po skončení účetního období a pololetní finanční zprávy do 4 měsíců od konce jeho poloviny. V neposlední pak sám zajišťuje, nebo kontroluje, že tak činí sami emitenti, veřejné šíření všech důležitých dokumentů a všech důležitých informací, týkajících se třeba možného zneužití trhu podle čl. 7 nařízení EU č. 596/2014, provozovatel například uvede přímý odkaz na internetové stránky emitentů, na nichž jsou tyto dokumenty, zprávy a informace zveřejněny a zajistí, že tyto budou na webu uvedeny nepřetržitě po dobu nejméně 5 let.

Provozovatelé jsou samozřejmě ponecháním poměrně velké diskrece oprávnění jít i nad rámec této regulace a stanovit tak emitentům ještě tvrdší podmínky, čehož také často využívají.

V rámci zavedení konceptu se z počátku počítalo spíše s definováním této nové kategorie s tím, že se postupně budou zavádět nejrůznější zvýhodnění tak, aby celková atraktivita zvýšila a nalákala emitenty. Například česká důvodová zpráva k novele, která pojem trh malých a středních podniků zaváděla do našeho právního řádu uvádí: „Předpokládá se, že v budoucnu bude tomuto trhu uleveno např. od některých transparenčních povinností.“¹¹ O některých takovýchto iniciativách se bude psát i v kapitolách následujících, které se týkají zejména informačních povinností emitentů na takovýchto trzích.

4. Vstup na trh malých a středních podniků a přechod regulovaný segment

Jedním z účelů trhu malých a středních podniků je zajistit, pokud možno co nejhladší přesun na organizovaný kapitálový trh, v případě, že dorostou do patřičné velikosti. Pro vstup na trh malých a středních podniků samotný platila původně obdobná pravidla, jako pro vstup na regulovaný trh.

Nařízení EU č. 2017/1129 zavedla do evropského práva pojem unijního prospektu pro růst, který mohou právě společnosti obchodované minimálně 18 měsíců na trhu malých a středních využít. Obecně totiž platí, že prospekt neboli poměrně komplikovaný dokument musí firma používat při veřejné nabídce svých akcií a dále pak při vstupu na regulovaný trh. Případu

¹¹ Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, Vláda ČR, 8.6.2016, https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf

prvnímu se v zásadě není možné vyhnout. Co se toho druhého týče, tak tam se již nějaké možnosti nabízejí. Je samozřejmě možné si práci ulehčit přímým vstupem na regulovaný trh, čímž dojde ke sloučení těchto dvou identických povinností, ale to by popravdě pro společnost, která nejprve vstoupila na trh malých a středních podniků, aby na něm vyrostla a následně přešla na standardní regulovaný trh nebylo příliš motivační. Proto právě taková společnost může při „pouhém přesunutí“ se na lepší a větší, regulovaný burzovní trh nahradit standardní a jediný možný prospekt podle zrušeného nařízení EU č. 2003/71/ES o prospektu, tímto již zmíněným unijním prospektem pro růst, který je jeho jakýmsi zjednodušeným bratříkem.

V rámci dalšího zatraktivnění kapitálových trhů pro menší evropské společnosti bylo nedávno přistoupeno k dalšímu zjednodušení procesu přechodu na regulované trhy. Dne 7. prosince 2022 Evropská komise následně předložila balíček opatření známý jako "Listing Act", který má za cíl zjednodušit tento proces malým a středním podnikům a zvýšit atraktivitu kapitálových trhů pro společnosti v EU.

Řada významných změn regulace kapitálového trhu byla obsažena v nařízení EU č. 2017/1129 o prospektu, nařízení EU č. 596/2014 o zneužívání trhu nebo (MAR), v nařízení EU č. 600/2014 o trzích s finančními nástroji (MiFIR), ve směrnici č. 2014/65/EU o trzích s finančními nástroji (MiFID II) a navrženo bylo také zrušení směrnice č. 2001/34/ES, společně se směrnicí, která harmonizuje pravidla pro vícehlasové akcie. V kontextu zkoumané tematiky jsou nejdůležitějšími změnami ty, které se týkají prospektu.

Tzv. Listing Act rozšiřuje stávající výjimku stanovenou v článku 1 odst. 5 písm. a nařízení EU č. 2017/1129 o prospektu, týkající se povinnosti publikovat prospekt pro přijetí k obchodování na regulovaném trhu s cennými papíry, které jsou zaměnitelné s cennými papíry, na tomto trhu již obchodovanými tak, že pokud nově přijaté cenné papíry představují méně než namísto 20% nyní méně jak 40 % počtu cenných papírů již přijatých k obchodování na stejném regulovaném trhu, tak tvorba prospektu potřeba není.

Dále je zavedena nová výjimka pro společnosti vydávající cenné papíry fungibilní s cennými papíry již přijatými k obchodování na regulovaném trhu nebo na trhu růstu malých a středních podniků, včetně společností přecházejících z trhu růstu malých a středních podniků na regulovaný trh. Tyto společnosti jsou nově povinny publikovat pouze stručné shrnutí pro národní příslušný orgán namísto plného prospektu. Sluší se dodat, že tato výjimka se nevztahuje na společnosti procházející významnou proměnou.

Nakonec, a to se týká i samotného listingu na organizovaných trzích, je tu záměr zvýšit obecný práh osvobozující emisi o uveřejnění prospektu ze současného 1 milionu EUR na 12

milionů EUR. Po jeho zvýšení by se pak převážná část emisí na trzích malých a středních společností této náročné administrativní povinnosti úspěšně vyhnula.

5. Příklady SME Growth Market v zahraničí

Podle registru ESMA bychom v EU našli celkem 18 trhů SME Growth Market ve 13 zemích.¹² Z našeho regionu (Střední Evropa) bychom se pak museli dívat do Polska a Německa, dále pak je v tomto segmentu důležitý „sever“, a to díky daňovým úlevám pro občany, kteří například ve Švédsku prostřednictvím těchto trhů investují do domácích společností. Sluší se také upozornit na to, že registrovaný trh SME Growth Market mají také v Chorvatsku a Bulharsku.

Některé trhy mají stanovenou minimální hranici velikosti veřejné nabídky, tak aby bylo z jejich strany možné dosáhnout určité efektivity, například francouzský Euronext Growth uvádí, že přípustné jsou pouze nabídky převyšující částku 2,5 milionu EUR.¹³ Obecně se ale dá říci, že z ekonomického pohledu je určitá minimální velikost zejména z důvodu zachování rozumné nákladovosti na kapitál. Některé náklady totiž budou fixní a velikost emise proto povede ke snížení jejich procentuální váhy, která nás nakonec zajímá. Tabulka zobrazuje nákladovost IPO podle velikosti nabídky, ikdyž se jedná o průzkum nezohledňující zjednodušené regulační prostředí středních trhů SME Growth Market, logika bude stejná a cifry i podle některých dalších neoficiálních zdrojů s realitou přibližně korespondují.

Tabulka nákladovosti IPO podle jeho velikosti

Deal value ranges	Average UW fee %
\$25m to \$99m	7.0%
\$100m to \$249m	6.8%
\$250m to \$499m	6.1%
\$500m to \$1bn	5.4%
Greater than \$1bn	3.5%

Obrázek 2 - Tabulka zobrazující nákladovost IPO podle jeho velikosti, PwC, průzkum mezi 829 společnostmi, Zdroj: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html>

¹² Register - MiFID/UCITS/AIFMD/EUSEF/EUVECA entities, European Securities and Market Authority, https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg&keyword=sme%20growth%20market

¹³ Euronext Growth markets rule book, platný od 1.4.2022, Euronext, https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-03/Euronext_Growth_EN_Clean01042022_0.pdf

6. Trh START (PSE)

6.1. Trh START v současnosti

Trh START (nebo také PX Start) Burzy cenných papírů Praha (Prague Stock Exchange - PSE) je jedinečným projektem, který se snaží obnovit již lehce zašlou slávu tuzemského kapitálového trhu. Je to tzv. neregulovaný trh spolu segmentem FREE, určeným zejména pro „doplňkové“ zahraniční emise upravený na bázi mnohostranného obchodního systému podle ZPKT. V současnosti se tedy nejedná o licencovaný Trh malých a středních podniků, i když ho charakterem dosti připomíná. Účelem, za kterým byl založen je přinášet na kapitálový trh akcie zejména menších podniků, pro které by jinak organizovaný trh ztělesněný v segmentech PRIME a STANDARD vhodný kvůli náročným požadavkům rozhodně vhodný nebyl. Je to projekt, který byl odstartován v roce 2017 a v současnosti již patří ke stálícím burzovním u nás. Investorům poskytuje příležitost koupit si podíl v těchto menších firmách a emitentům umožňuje získat kapitál pro rozvoj své firmy.

Obchodování na PX Start se liší od velké burzy a probíhá formou aukce, s minimální velikostí obchodu stanovenou pro každou emisi zvlášť. Minimální velikosti objednávky se někdy říká také lot a je to vlastně a nejmenší počet akcií, které je možné v rámci jedné objednávky prodat nebo nakoupit.

První IPO (initial public offering) neboli veřejná nabídka akcií prostřednictvím tohoto trhu proběhla dne 15.5.2018 s tím, že se jednalo o emise společností Prabos a Fillamentum, které se mimochodem na „Startu“ obchodují dosud. Postupně s existencí a rozvojem tohoto trhu se měnila i likvidita, z počátku byly akcie obchodovány na čtvrtletní bázi, od 9.1.2019 se tato praxe změnila na měsíční a od 12.3.2020 je zavedeno denní obchodování. Zřejmě nejznámější emisí za léta fungování je pak IPO společnosti Pilulka, uskutečněné 26.10.2020, které v současnosti bude doplněno sekundárním úpisem akcií za účelem dalšího zvýšení základního kapitálu. Ke zvýšení likvidity samozřejmě krom narůstajícího počtu emisí a celkové vzrůstající známosti této burzy pomohla také institucionální podpora Národní rozvojové banky (NRB), dříve Českomoravské záruční a rozvojové banky (ČMZRB), zahájená 27.1.2021.

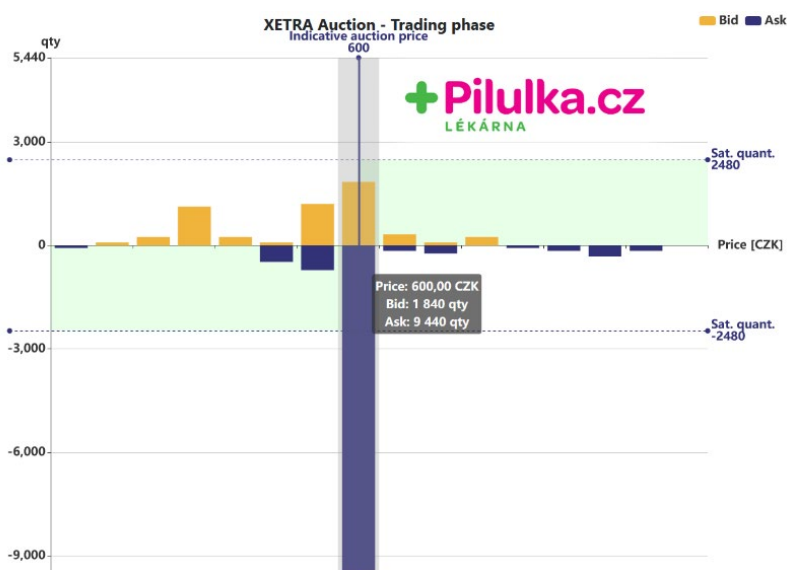
NRB prostřednictvím své dceřiné společnosti NRB investiční, a.s. (NRI) a fondu IPO fond majetkově vstupuje a následně opětovně vystupuje z emisí, obchodovaných právě na trhu START, který je zapsaný na seznamu spolupracujících mnohostranných obchodních systémů.¹⁴

¹⁴ Seznam spolupracujících MOS, Národní rozvojová banka, stav k datu 16.4.2023, <https://www.nrinvesticni.cz/wp-content/uploads/2021/09/Spolupracujici-MOS.pdf>

Program je zaměřen na malé a střední podniky v České republice, které hledají zdroj financování pro svůj další rozvoj. Tyto firmy mohou využít emisi akcií a následné začlenění na mnohostranný obchodní systém, aby získaly kapitál, majetkovým vstupem tohoto státního institucionálního investora, který může emisi zatraktivnit i pro další tržní hráče, třeba již soukromé. V rámci současného nastavení platného od 12.8.2022 do 30.6.2023,¹⁵ na žádost emitenta, který plánuje zalistování na trhu START je možné uskutečnit kapitálový vstup v rozsahu 3 až 50 milionů Kč s tím, že velikost následného podílu nesmí přesáhnout 30 %, na program je vyčleněno 332 milionů Kč z Operačního programu Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost. Investice tohoto typu byla realizována již 3krát, a to do společností Primoco UAV (12,7 %; 92,5 mil. Kč¹⁶ 17), Karo Leather (6,5 %; 38,85 mil. Kč¹⁸) a Hardwario (4,5 %; 4,5 mil. Kč¹⁹).

Již jsem ve svém popisu zmínil zásadní rozdíl v obchodování na trhu START oproti standartním organizovaným trhům (např. PRIME). Specifickým fenoménem je totiž aukce, která probíhá na této burze každý pracovní den. Aukce je zahájena v 9:00, což odpovídá standartní burzovní seanci. Čas jejího ukončení je pak stanoven na 12:30, kdy jsou v průběhu

Ukázka rozložení objednávek v aukci podle ceny a indikativní ceny realizace obchodů



Obrázek 3 - Stav objednávkové knihy emise Pilulka Lékárny z 9. 11. 2020 10:33 ukazuje indikativní cenu 600 Kč. Modré sloupce zobrazují poptávku na dané cenové úrovni, žluté nabídku. Zdroj: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/odborne-clanky/246030-strucny-pruvodce-ob>

¹⁵ Operační program podnikání a inovace pro konkurenceschopnost 2014–2020, Program Rizikový kapitál – IPO Fond, Výzva pro konečné příjemce (úprava podmínek platná od 12. 8. 2022) NRB investiční, https://www.nrinvesticni.cz/wp-content/uploads/2022/08/Vyzva_IPO-Fond_Konecny-prijemce_220812.pdf

¹⁶ ČMZRB investiční koupila na trhu Start 12,7 % Primoco UAV, FinTag.cz, 24.5.2021, <https://www.fintag.cz/2021/05/24/cmzrb-investicni-koupila-na-trhu-start-127-primoco-uav/>

¹⁷ Informace o realizované investici v rámci projektu IPO fond – Primoco UAV, NRB investiční, <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/primoco-uav/>

¹⁸ Informace o realizované investici v rámci projektu IPO fond – Karo Leather, NRB investiční, <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/karo/>

¹⁹ Informace o realizované investici v rámci projektu Hardwario, NRB investiční, <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/hardwario/>

sesbírané objednávky seřazeny a vypořádány jsou ty objednávky, které vyhovující ceně nejčastěji nabízené. V průběhu aukce zároveň dochází k indikování této předpokládané výsledné ceny, stanovené z údajů o stavu objednávek předložených tak, aby investoři mohli své postoje sladit a došlo k realizaci co možná největšího počtu obchodů. Uvedu ještě, že některé emise jsou ze segmentu START přesunuty také na další mnohostranný obchodní systém, provozovaný již zmíněnou společností RM-System, kde jsou obchodovány kontinuálně v klasickém burzovním čase 9:00-17:00 a kde není stanovena limitace v letech, tedy minimální velikost objednávek.

Trh START v současnosti obsluhuje 13 emisí s celkovou tržní kapitalizací 10,5 miliard Kč (14.4.2023)²⁰ a objemem obchodů za rok 2022 ve výši 193 milionů Kč,²¹ což by odpovídalo cca 770 tisícům Kč denně. Největší emisí za pohledu tržní kapitalizace je pak společnost Gevorkyan s téměř 4 miliardami Kč (14.4.2023), která tak převyšuje na tomto ukazateli velké množství firem z „prestižnějších“ burzovních segmentů. Rekord z pohledu objemu obchodů pak pro trh nastal 22.5.2019, kdy se na titulu UDI CEE, který byl v z burzy již stažen, za jeden obchodní den zobchodovali akcie v hodnotě téměř 23 milionů Kč.²²

Tabulka aktuálních titulů obchodovaných na trhu START (PSE)

Název	Ticker (Xetra)	Tržní kapitalizace*	Obor podnikání	Datum vstupu
AtomTrace	ATOMT	135,56 mil. Kč	laserová analýza	9. 1. 2019
Bezvavlasý	BEZVA	560,00 mil. Kč	vlasová kosmetika	7. 9. 2022
Coloseum Holding	COLOS	129,33 mil. Kč	pizzerie	25. 7. 2022
eMan	EMAN	166,60 mil. Kč	tvůrce software	4. 9. 2020
Fillamentum	FILL	25,76 mil. Kč	3D tisk	26. 6. 2018
Fixed.Zone	FIXED	422,18 mil. Kč	doplňky k elektronice	8. 11. 2021
Gevorkyan	GEV	3 964,43 mil. Kč	prášková metalurgie	1. 7. 2022
Hardwario	HWIO	235,32 mil. Kč	IOT – přenos dat	24. 10. 2022
Karo Leather	KARIN	860,00 mil. Kč	zpracování kůže	13. 11. 2019
M&T 1997	KLIKY	378,88 mil. Kč	kliky (manufaktura)	27. 6. 2022
Pilulka Lékárny	PINK	1 174,76 mil. Kč	lékárenství (e-comm)	26. 10. 2020
Prabos Plus	PRAB	185,00 mil. Kč	obuv (na zakázku)	26. 6. 2018
Primoco UAV SE	PRIUA	2 307,37 mil. Kč	bezpilotní letouny	27. 11. 2018

*údaje k datu 19.4.2023

Obrázek 4 (tabulka) - autor: Marek Mihulka, 19.4.2023, zdroj dat: Burza cenných papírů Praha, <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/start-market>

²⁰ Tržní kapitalizace akciového trhu, statistika k datu 14.4.2023, Burza cenných papírů Praha, <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/trzni-kapitalizace-akciového-trhu>

²¹ Objemy obchodů akciových emisí, statistika za období 3.1.2022 – 30.12.2022, Burza cenných papírů Praha, <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/objemy-obchodu-akciových-emisí>

²² Co je trh PX Start (časová řada významných událostí pro trh), Burza cenných papírů Praha, <https://www.pxstart.cz/co-je-px-start/>

Úpis emise na trhu START probíhá minimálně 14 dní, během kterých se shromáždí objednávky od investorů v rámci procesu tzv. bookbuildingu. Kniha objednávek je zveřejněna ve druhém týdnu a ukazuje celkovou poptávku investorů na různých cenových úrovních. Emitent používá tuto informaci k určení finální upisovací ceny, za kterou budou akcie nabízeny. Objednávky s limitní cenou nižší, než upisovací cena nebudou uspokojeny. Pokud je počet poptávaných akcií vyšší než nabízený počet akcií, objednávky jsou zkráceny podle míry alokace a algoritmu burzy. Algoritmus na trhu START zaokrouhluje objednávky na celé loty a přiděluje zbylé loty postupně po jednom každé objednávce podle pořadí v rámci vlivu nebo také míry zaokrouhlení. Pokud více objednávek dosáhne stejné míry zaokrouhlení, uplatní se princip časové priority. Řada jednolotových objednávek bývá uspokojena plně, protože algoritmus zaokrouhluje na celé loty. Někteří investoři rozdělují své objednávky na více pokynů, zatímco jiní zadávají větší objednávky s cílem uspokojit pouze část své poptávky, ale záměrem ovlivnit upisovací cenu na základě informací z knihy objednávek a indikativní míry alokace.

6.2. Srovnání trhu START s trhem New Connect (GPW)

Při hodnocení určitých věcí je vždycky dobré se podívat na kontext, ve kterém existují. Nám, jako tento kontext dobře poslouží konkurenční trh u našeho souseda v Polsku. Jedná se o burzovní trh NewConnect Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) neboli anglicky Warsaw Stock Exchange (WSE). NewConnect má status alternativního obchodního systému a je určen pro mladé rostoucí společnosti, působících zejména v oblasti pokročilých technologií, nejen však pro ně. NewConnect byl vyvinut v roce 2007 pro mladé dynamické polské společnosti, které potřebují kapitál pro svůj další rozvoj tak aby se jednou mohli zařadit po bok těch velkých. Kvůli tomuto profilu nabízí NewConnect uvolněnější povinnosti oproti standardnímu regulovanému trhu, což snižuje náklady na kapitál. NewConnect je tedy skutečnou obdobou českého trhu START, které spolu tvoří jakousi vstupní bránu na kapitálový trh pro menší podniky.

Je již jakýmsi veřejným tajemstvím, i mezi laickou veřejností, že co se kvality kapitálového trhu týče, tak se ten tuzemský s tím polským bohužel nedá úplně srovnávat. V jednoduchém prvotním kvantitativním srovnání se toto plně projevuje, oproti výše zmíněným cifrám se na trhu NewConnect obchoduje celkem 359 společností, včetně 4 zahraničních

s celkovou tržní kapitalizací 13,7 miliardy PLN (68,8 miliardy Kč) (14.4.2023)²³ a zobchodovaným objemem 2,58 miliardám PLN (13 miliard Kč) za rok 2022.²⁴ To by odpovídalo průměrným 10,2 milionům PLN (51,3 milionu Kč) denně. Je potřeba si položit otázku čím je způsoben víc jak 60násobně velký objem obchodů oproti „pouhé“ cca 6násobné tržní kapitalizaci obchodovaných akcií ve srovnání s naší domácím trhem START. Jedním z vysvětlení by mohl být fakt, že v roce 2019 získal trh NewConnect statut SME Growth Market, což vedlo v letech 2020, 2021 a 2022 k lehkému nárůstu objemů oproti letům minulým ale k dramatickému, cca dvojnásobnému nárůstu tržní kapitalizace trhu při zachování přibližně stejnému počtu titulů.²⁵

Druhým pohled by se pak měl zaměřit na nějaké kvalitativní srovnání. Co se vstupu na burzu neboli veřejnou nabídku akcii týče, tak tam jsou pravidla harmonizovaná v rámci Nařízení EU č. 2017/1129 o prospektu, který stanovuje povinnost vytvoření patřičné dokumentace k takovému úkonu. Veřejná nabídka nemusí vždy vyžadovat přípravu a schválení prospektu orgánem dohledu, výjimky z obecné povinnosti se vztahují zejména na menší emise do 1 milionu EUR.

Dalším aspektem jsou pak průběžné informační povinnosti emitentů, fungujících na porovnávaných trzích. Zatímco na českém trhu START postačí zveřejňování a současné zasílání provozovateli trhu (Burza cenných papírů Praha) krom některých méně důležitých dokumentů hlavně výroční zprávy, na což navazuje jejich společná (spolu s ostatními emitenty) prezentace během tzv. StartDay. Na trhu NewConnect naproti tomu jsou společnosti povinny vytvářet i čtvrtletní zprávy a tyto do 45 dní od konce čtvrtletí také publikovat, v tomto ohledu se tedy jedná o klasickou burzovní praxi v rámci pravidelných čtvrtletních „výsledkových sezón“.

Posledním rozdílem je potom obchodování. NewConnect nabízí oproti aukčnímu obchodování trhu START kontinuální obchodování, doplněné o aukce ve standardním čase 9:00-17:00.

Závěrem by pak stálo za to ještě doplnit, že na polské straně skutečně došlo k implementaci zjednodušení pravidel pro emitenty na trhu malých a středních podniků, co se možného zneužití trhu týče, to může mít z výše uvedených nuancí zřejmě ten největší dopad na apetit investorů.

²³ NewConnect Statistics, stav k datu 14.4.2023, Warsaw Stock Exchange, NewConnect, <https://newconnect.pl/statistics-periodic>

²⁴ NewConnect main statistics, Year 2022, Warsaw Stock Exchange, NewConnect, <https://newconnect.pl/newconnect-main-statistic>

²⁵ NewConnect main statistics, Warsaw Stock Exchange, NewConnect, <https://newconnect.pl/newconnect-main-statistic>

Je možné sledovat drobné parametrické rozdíly v rámci tohoto srovnání. Dá se však konstatovat, že registrace SME Growth Market, spolu se zmírněním některé regulace ze strany polského zákonodárce, který to právě se ziskem této licence spojit vedlo k dalšímu posunu polského trhu NewConnect, který mohl na své straně implementovat přísnější požadavky, aniž by to vedlo ke stagnaci tržní kapitalizace nebo objemů. Nakonec je to právě bezpečí poskytované investorů prostřednictvím informačních povinností, které peníze přitahuje.

6.3. *Budoucnost trhu START*

Co se nějakého dalšího vývoje trhu START týče, tak je potřeba hovořit pozitivním tónem. Na trh START se chystají, po úspěšném roce 2022, který přinesl 5 společností, další tituly. V procesu vstupu na trh je aktuálně společnost MMCITÉ, která by si ráda ve spolupráci s investiční společností STARTEEPO přišla pro 160 milionů Kč, dále se veřejně hovoří o poměrně známém řetězci Fruitissimo, kterého by ráda na trh uvedla Wood & Company. Stávající tituly vesměs prosperují, chystá se přesun těch největších titulů, konkrétně pak firem Pilulka a Gevorkyan na organizovaný trh, představovaný segmenty STANDARD a PRIME a výrobní firma Karo Leather dokonce krom stavby nové továrny hovoří i o duálním listingu na Varšavské burze, třeba právě na již diskutovaném trhu malých a středních firem NewConnect (WSE). Pokud se tedy podaří zachovat současnou trakci, pak by tento projekt mohl být velkým příslibem pro kapitálový trh v tuzemsku, jako takový.

Z mého pohledu by ve střednědobém horizontu bylo pro trh START zajímavé, získat status trhu malých středních podniků. Jistě by to znamenalo určité nové informační povinnosti pro obchodované firmy, na druhou stranu je to ale transparentnost a celkově kultura jednotlivých kapitálových trhů, která dokáže investice dlouhodobě lákat. Zapsaný trh malých a středních podniků je již určitou značkou, která se osvědčila a která je pro investory předvídatelná a jasná. Je to v tomto segmentu jakási známka kvality, což může jednodušeji nalákat i institucionální investory spolu s dalšími emitenty. Navíc z trhů malých a středních podniků je cesta na regulované burzovní trhy již zjednodušena a jestli něco v České republice potřebujeme, tak to jsou nové tituly na likvidním regulovaném segmentu kapitálového trhu. Do budoucna se i v legislativním okruhu uvažuje o úlevách v souvislosti se zneužíváním trhu,²⁶ což by mohlo atraktivitu jen dále posunout. Prostor by se tu nabízel i v souvislosti s reformou

²⁶ Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, bod 247, Vláda ČR, https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Navrh_2017_DZ-k-navrhu-zakona-kterym-se-meni-zakon-c-256-2004-Sb-2017-05.pdf

penzijního spoření tak, že by bylo penzijním fondům umožněno investovat do akcií, obchodovaných na trhu malých a středních podniků, nebo v rámci diskutovaného daňové zvýhodněného osobního investičního účtu.²⁷ Prostoru pro zkvalitnění kapitálového trhu v tuzemsku je tu objektivně hodně a trh malých a středních podniků by mohl být jedním z pilířů tohoto vysněného rozvoje.

7. Závěr

Vzhledem k ne příliš uspokojivému stavu kapitálových trhů v zemích Evropské Unie a znalosti jeho důležitosti pro zdravé fungování tržní ekonomiky by bylo dobré přijmout opatření na jeho podporu, tak abychom se jednoho dne našim vzorům v tomto směru alespoň přiblížili. Jednou z cest, jak kapitálové trhy obecně podpořit je přivést na ně emitenty cenných papírů. Kapitálové trhy totiž fungují v jakési spirále, snížení počtu obchodovaných titulů způsobí odliv investorů, což sníží ocenění a likviditu trhu, a to zase povede ke snížení atraktivity pro současné nebo budoucí emitenty. Obdobný scénář samozřejmě funguje i ve směru opačném (pozitivním). Trhy malých a středních podniků by rozhodně mohli kvalitě evropského burzovníctví pomoci právě tím, že na jedné straně vyvažují důležité informační povinnosti, které zvyšují důvěryhodnost pro investory a na straně druhé ulevují emitentům od jiných regulatorních povinností. Již z poměrně krátké doby jejich fungování, je možné vidět pozitivní trend, který se jim podařilo založit. Malé a střední podniky mají možnost financování od jiného zdroje, než jsou bankovní úvěry a této možnosti aktivně využívají. Jednoho dne pak dorostou pro velké burzovní trhy a zařadí se do prestižních burzovních indexů.

²⁷ Investiční penzijní účet: nový daňové zvýhodněný produkt spoření na stáří, Mgr. Nikol Premusová, SCHEJBAL&PARTNERS s.r.o., <https://akschejbal.cz/investicni-penzijni-ucet-novy-danove-zvyhodnenvy-produkt-sporeni-na-stari>

Prameny

Literární prameny

1. EU Securities and Financial Markets Regulation: Third Edition. 2014. Oxford: Oxford University Press. ISBN 978-0-19-966434-4.
2. Regulation of the EU Financial Markets: MiFID and MiFIR. 2017. Oxford: Oxford University Press. ISBN 978-0-19-876767-1.
3. ROSE, Peter S. Peněžní a kapitálové trhy: Z amerického originálu Money and Capital Markets. Praha: Victoria Publishing. ISBN 80-86505-52-X.
4. MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002. ISBN 80-86119-55-6.
5. REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2014. ISBN 978-80-247-9407-6.
6. Malá encyklopedie moderní ekonomie. Praha: Libri, 1996. ISBN 80-85983-05-2.
7. BENEŠ, Václav a Petr MUSÍLEK. Burzy a burzovní obchody. 2. rozšířené vydání. Praha: Informatorium, 1992.

Další dokumenty

8. JOOST BATS AND AERDT HOUBEN, DE NEDERLANDSCHE BANK NV Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from https://www.dnb.nl/media/igjp5crb/wp_577_tcm47-369482.pdf
9. RAJ AGGARWAL JOHN, W. GOODELL, FEDERAL RESERVE BANK OF CLEVELAND National Preferences for Bank or Market Financing. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2016/ec-201604-national-preferences-for-bank-or-market-financing>
10. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU Definice malého a středního podnikatele. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.mpo.cz/assets/cz/podnikani/zivnostenske-podnikani/2020/3/Definice-maleho-a-stredniho-podnikatele-osetrovneOSVC.pdf>
11. EVROPSKÁ KOMISE Data zveřejněná v infografice Capital markets in the EU. [online]. 2015 [cited 2023-04-19]. Available from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/12/CMU_Infographics_A4_printing.pdf

12. VLÁDA ČR Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, bod 247. [online]. 2016 [cited 2023-04-19]. Available from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/12/CMU_Infographics_A4_printing.pdf
13. EURONEXT Euronext Growth markets rule book, platný od 1.4.2022. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from https://www.euronext.com/sites/default/files/2022-03/Euronext_Growth_EN_Clean01042022_0.pdf
14. NRB INVESTIČNÍ Operační program podnikání a inovace pro konkurenceschopnost 2014–2020, Program Rizikový kapitál – IPO Fond, Výzva pro konečné příjemce (úprava podmínek platná od 12. 8. 2022). [online]. [cited 2023-04-19]. Available from https://www.nrinvesticni.cz/wp-content/uploads/2022/08/Vyzva_IPO-Fond_Konecny-prijemce_220812.pdf
15. BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA Burzovní pravidla, Část XVI., Pravidla pro trh START. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.pxstart.cz/wp-content/uploads/pravidla-trhu-px-startu.pdf>
16. WARSAW STOCK EXCHANGE The NewConnect Handbook,. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/przewodnik/eng/PRZEWODNIK_NC_ENG_Net.pdf
17. WARSAW STOCK EXCHANGE Alternative trading system rules, platná od 15.7.2022. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/files/PDF/regulacje/0_11_ATS_RULES_15072022.pdf
18. NRB INVESTIČNÍ Seznam spolupracujících MOS, stav k datu 16.4.2023,. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.nrinvesticni.cz/wp-content/uploads/2021/09/Spolupracujici-MOS.pdf>

Odborné články a další zdroje

1. VOJTĚCH WOLF, EKONOM.CZ Evropa hodlá zbrojit, avšak banky se nechtějí špinit. [online]. 2022 [cited 2023-04-19]. Available from <https://ekonom.cz/c1-67046030-evropa-hodla-zbrojit-avsak-banky-se-nechteji-spinit>
2. BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA Co je trh PX Start (časová řada významných událostí pro trh). [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.pxstart.cz/co-je-px-start/>
3. FINTAG.CZ ČMZRB investiční koupila na trhu Start 12,7 % Primoco UAV. [online]. 2021 [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.fintag.cz/2021/05/24/cmzrb-investicni-koupila-na-trhu-start-127-primoco-uav/>

4. NRB INVESTIČNÍ Informace o realizované investici v rámci projektu IPO fond – Primoco UAV. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/primoco-uav/>
5. NRB INVESTIČNÍ Informace o realizované investici v rámci projektu IPO fond – Karo Leather. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/karo/>
6. NRB INVESTIČNÍ Informace o realizované investici v rámci projektu Hardwarío. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.nrinvesticni.cz/realizovane-investice/hardwarío/>
7. KONEČNÁ & ZACHA. PARTNER OF ELAW Novela zákona o podnikání na kapitálovém trhu ve světle evropského nařízení o prospektu. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.konecna-zacha.com/novela-zakona-o-podnikani-na-kapitalovem-trhu-ve-svetle-evropskeho-narizeni-o-prospektu/>
8. MGR. VOJTĚCH LÁSKA, LL.M., MGR. ONDŘEJ KUČERA, KLB LEGAL Některé změny v novele zákonů v souvislosti s rozvojem kapitálového trhu. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.klblegal.cz/cz/nektere-zmeny-v-novele-zakonu-v-souvislosti-s-rozvojem-kapitaloveho-trhu>
9. BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA Český výrobce městského mobiliáře MMCITĚ hodlá vstoupit na trh START – Rozhovor s F. Bostlem, 12.3.2023. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.pxstart.cz/novinka/cesky-vyrobce-mestskeho-mobiliare-mmcite-hodla-vstoupit-na-trh-start-rozhovor-s-f-bostlem/>
10. MGR. VOJTĚCH LÁSKA, LL.M., MGR. ONDŘEJ KUČERA, KLB LEGAL Podpora malých a středních emitentů na trhu START. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.klblegal.cz/cz/podpora-malych-a-strednich-emitentu-na-trhu-start>
11. JAN TOMÁNEK, FIO BANKA Stručný průvodce obchodováním na trhu START pražské burzy. [online]. 2020 [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/odborne-clanky/246030-strucny-pruvodce-obchodovanim-na-trhu-start-prazske-burzy>
12. MGR. ET MGR. FILIP MURÁR, GLATZOVÁ & CO., S.R.O. Co přinese nové evropské nařízení o prospektu?. [online]. 2018 [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.epravo.cz/top/clanky/co-prinese-nove-evropske-narizeni-o-prospektu-107331.html>
13. PWC Considering an IPO? First, understand the costs. [online]. 2028 [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html> PWC 13. Considering an IPO? First, understand the costs. [online]. [cited 2023-04-19]. Available from <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html>
14. JOSÉ OCAÑA, AURÉLIEN HOLLARD AND JULIEN ROBERT The Listing Act: facilitating access to capital for SMEs. [online]. 2023 [cited 2023-04-19]. Available from <https://cms-lawnow.com/en/ealerts/2023/01/the-listing-act-facilitating-access-to-capital-for-smes>

15. MGR. NIKOL PREMUSOVÁ, SCHEJBAL&PARTNERS S.R.O. Investiční penzijní účet: nový daňově zvýhodněný produkt spoření na stáří [online]. 2022 [cited 2023-04-19]. Available from <https://akschejbal.cz/investicni-penzijni-ucet-novy-danove-zvyhodneny-produkt-sporeni-na-stari>

Webové stránky

1. PX START, www.pxstart.cz
2. Burza cenných papírů Praha, www.pse.cz
3. NRB investiční, www.nrbinvesticni.cz
4. Trhy malých a středních podniků - Základní seznamy regulovaných a registrovaných subjektů, Česká národní banka, https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB15.BASIC_LISTINGS_RESPONSE_3?p_lang=cz&p_DATUM=15.04.2023&p_hie=HI&p_rec_per_page=250&p_ses_idx=349
5. Register - MiFID/UCITS/AIFMD/EUSEF/EUVECA entities, European Securities and Market Authority, https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg&keyword=sme%20growth%20market
6. NewConnect, Warsaw Stock Exchange, www.newconnect.pl

Zdroje obrázků

7. Obrázek 1 – Capital markets in the EU Inforgraphics, Evropská komise, zdroj: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/attachment/12/CMU_Infographics_A4_printing.pdf
8. Obrázek 2 - Tabulka zobrazující nákladovost IPO podle jeho velikosti, PwC, průzkum mezi 829 společnostmi, Zdroj: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html>
9. Obrázek 3 - Stav objednávkové knihy emise Pilulka Lékárny z 9. 11. 2020 10:33 ukazuje indikativní cenu 600 Kč. Modré sloupce zobrazují poptávku na dané cenové úrovni, žluté nabídku. Zdroj: <https://www.fio.cz/zpravodajstvi/odborne-clanky/246030-strucny-pruvodce-ob>
10. Obrázek 4 (tabulka) - autor: Marek Mihulka, 19.4.2023, zdroj dat: Burza cenných papírů Praha, <https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/start-market>

Právní prameny

1. Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT)
2. Zákon č. 563/1991 Sb. o účetnictví
3. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (MiFID II)
4. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES
5. Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice
6. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (MiFIR)
7. Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 o zneužívání trhu a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnic Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (MAD)
8. interní předpisy organizovaných trhů