Obsah:

1. Úvod 8
2. Vymezení subjektů IPO 9
   2.1. Akciová společnost 9
   2.2. Akcie 10
3. Způsoby financování 13
   3.1. Financování vlastním kapitálem 13
   3.2. Financování cizím kapitálem 16
   3.3. Mezzanine financování 17
4. Initial public offering 19
   4.1. Rozdíly mezi IPO a SEO 19
   4.2. Výhody a nevýhody IPO 20
   4.3. Náklady na IPO 22
   4.4. Právní aspekty obchodování na veřejném trhu 24
5. Postup realizace IPO 26
   5.1. Přípravná fáze 27
      5.1.1 Předpoklady úspěšnosti IPO 27
   5.2. Realizační fáze 30
      5.2.1. Výběr poradců a sestavení realizačního týmu 31
      5.2.2. Výběr kapitálového trhu 33
      5.2.3. Due diligence 34
      5.2.4. Interní ocenění společnosti 35
      5.2.5. Rozhodnutí valné hromady 36
      5.2.6. Příprava prospektu 39
      5.2.7. Žádost o přidělení čísla ISIN 44
      5.2.8. Žádost o přijetí cenného papíru k obchodování 44
      5.2.9. Investiční příběh 45
      5.2.10. Road Show 45
      5.2.11. Určení emisního kurzu 46
   5.3. Post-realizační fáze 51
6. IPO v podmínkách českého kapitálového trhu 53
   6.1. Kupónová privatizace a úroveň regulace 53
   6.2. Překážky legislativního charakteru 55
   6.3. Ekonomická situace 55
7. Prvotní emise akcií společnosti PEGAS NONWOVENS 57
   7.1. Proces emise akcií společnosti PEGAS NONWOVENS SA 62
8. Prvotní emise akcií společnosti ECM Real Estate Investments 69
9. Prvotní emise akcií společnosti AAA Auto Group 73
10. Zhodnocení IPO v podmínkách českého kapitálového trhu 77
11. Závěr 79
12. Použité zdroje 80
13. Použité zkratky 83

1. Úvod

Ať už jde o jakýkoli druh podnikání, žádný nemůže být uskutečněn bez podpory dostatečného množství kapitálu. Každá společnost se neustále potýká s potřebou zdrojů, které ji pomohou rozšířit či obnovit stávající strukturu, vstoupit na nové trhy nebo rozšiřovat spektrum služeb a výrobků a každá společnost může také využít celé řady druhů financování, které ji k tomu dopomohou. A pomyslným vrcholem těchto možností je právě IPO, nebo-li prvotní emise akcií. Při IPO lze získat takové množství prostředků, které žádný jiný způsob nabídnout nemůže. Veškeré zdroje se získávají od celé řady subjektů a společnost s nimi může volně disponovat. Ovšem efekty spojené s veřejnou obchodovatelností jsou takové, že s IPO nepřichází jen peněžní prostředky, ale tímto procesem se naprosto mění dosavadní chod společnosti.

Na vyspělých světových kapitálových trzích je IPO již dlouhou dobu hojně využívané jako zdroj peněžních prostředků a publicity, jaká je tedy situace na českém kapitálovém trhu za jeho poměrně krátkou existenci?

Cílem této práce je objasnit podstatu, efekty a přínosy IPO, popsat celý průběh tohoto procesu v podmínkách české legislativy, objasnit situaci českého kapitálového trhu a společností, které jej dosud využili k vlastnímu prvotnímu prodeji akcií.

2. Vymezení subjektů IPO

Za účelem vysvětlení problematiky IPO je nutné vymezit subjekty, které v tomto procesu figurují. IPO může uskutečnit pouze společnost, jejíž základní kapitál je rozdělen na určité množství akcií. V českých podmínkách je to dle zákona[1] akciová společnost.

2.1. Akciová společnost (28)

Akciová společnost je obchodní společnost, jejíž kapitál je rozdělen mezi určitý počet akcií o určité hodnotě. Výhodami je, že společnost může prodejem akcií získat značný kapitál pro své podnikatelské aktivity, akcionáři ručí za závazky společnosti pouze do výše svých vkladů a své podíly mohou na kapitálovém trhu rychle zpeněžit. Jako obchodní společnost je registrována v obchodním rejstříku.

Založení společnosti

Společnost může být založena jedním zakladatelem, pokud se jedná o právnickou osobu, v ostatních případech musí stát u zrodu společnosti alespoň dvě osoby. Společnost je založena zakladatelskou smlouvou nebo zakladatelskou listinou, je-li společnost založena jedinou osobou. Základní kapitál společnosti musí tvořit nejméně 2.000.000 Kč, v případě založení prostřednictvím veřejné nabídky akcií musí být výše základního kapitálu alespoň 20.000.000 Kč (28).

Orgány společnosti

- *Valná hromada* – je nejvyšším orgánem akciové společnosti, jedná se o shromáždění všech akcionářů. Ustavující valná hromada rozhoduje o založení společnosti, další řádné pak volí orgány společnosti, schvalují rozdělení zisku, změny stanov.
- *Představenstvo* – je statutární orgán, jehož úkolem je operativní řízení společnosti. Představenstvo musí mít nejméně tři členy, s výjimkou kdy má

[1] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

společnost jednoho akcionáře, potom může mít představenstvo jednoho člena. Členy představenstva volí a odvolává valná hromada a to na dobu nejvýše pěti let.

- *Dozorčí rada* – jedná se o kontrolní orgán, jehož úkolem je dohled nad činností představenstva. Dozorčí rada musí mít nejméně tři členy, které volí valná hromada, v případě podniku s více jak padesáti zaměstnanci volí jednu třetinu zaměstnanci společnosti. Doba působnosti je nejvýše pět let.

Avšak pro uskutečnění IPO na českém kapitálovém trhu nemusí společnost nutně splňovat tyto podmínky, pokud má sídlo v zahraničí. V takovém případě ale český zákon stanovuje, že taková společnost musí mít podobu dle práva toho státu, ve kterém má sídlo.

2.2. Akcie (3)

Akcie (angl. *share*) je majetkový cenný papír, který svému majiteli stvrzuje právo podílet se na majetku akciové společnosti, na jejím řízení, zisku a likvidačnímu zůstatku při zániku společnosti (21). Držitel akcie získává výměnou za finanční zdroje podíl na majetku, nemá tedy nárok na vrácení vložených zdrojů, což je zásadní rozdíl od emitovaných obligací, jejichž držením má vlastník právo na návrat svých zdrojů a úroků.

Nevýhodou akcií je větší míra rizika. Může dojít k situaci, že společnost nebude vyplácet dividendy. V případě, že by došlo k likvidaci podniku z důvodu platební neschopnosti, akcionáři jsou posledními, se kterými dojde k vypořádání a ztrácejí tak možnost získat své vložené zdroje zpět. Pro koupi akcií investoři tedy požadují vyšší výnosnost, než například v případě obligací, což se projeví na výši vyplácených dividend. Právní aspekty akcií jsou v české legislativě popsány v obchodním zákoníku a zákonu o cenných papírech[2]. Akcie se dělí dle různých hledisek následovně (3):

[2] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

Podle formy akcie:

- *Akcie na jméno* (na řad) – jsou vydávány na jméno fyzické či právnické osoby a jejich seznam je veden v rejstříku akciové společnosti. Společnost tedy zná jména jednotlivých akcionářů a složení vlastnických poměrů. Akcie na jméno mohou být vinklovány, tedy že k jejich převodu je nutný souhlas společnosti, tímto způsobem společnost zabraňuje možnosti převzetí některými ze svých konkurentů nebo nežádoucí skupinou akcionářů. Akcie na jméno se převádějí *rubopisem* (*indosamentem*).
- *Akcie na majitele* (na doručitele) – jsou volně převoditelné, prodej probíhá fyzickým předáním, což usnadňuje prodej na sekundárních trzích. Majitel je pro společnost anonymní.

Podle druhu akcie:

- *Akcie kmenové* – jde o nejběžnější druh akcií, spojené s veškerými právy, jako jsou právo na dividendu, účast na valné hromadě, hlasovací právo a podíl na likvidačním zůstatku. Zpravidla jsou vydávány na majitele a jsou volně převoditelné.
- *Akcie prioritní* – majitel prioritních akcií získává přednostní právo na vyplácení dividend, podíl na likvidačním zůstatku nebo obou současně, ovšem s omezením hlasovacího práva daného stanovami. Množství prioritních akcií může být pouze do určité hranice podílu na celkovém počtu akcií společnosti.
- *Akcie zaměstnanecké* – jejich zaměření bylo na motivaci zaměstnanců, jimž byly nabízeny za výhodnou cenu. Novela obchodního zákoníku s platností 1.1.2001 zrušila vydávání těchto akcií, avšak přinesla možnost zvýhodněného nabývání kmenových (případně prioritních) akcií zaměstnancům.
- *Akcie zakladatelské* – jedná se o pozměněnou formu kmenových akcií, které zvýhodňují vlastníky při hlasování na valné hromadě.

Podle podoby akcie:

- *Akcie zaknihované* – existují ve formě zaknihované evidence
- *Akcie listinné* – jsou vydány v podobě fyzické listiny

Pokud se zabýváme hodnotou a cenou akcie, pak je nutné rozlišit:

- *Nominální hodnotu* – též jmenovitou hodnotu, jedná se přesný podíl na základním kapitálu, odpovídající jednomu kusu akcie, tento podíl lze vyjádřit vztahem: nominální hodnota akcie = základní kapitál / počet vydaných akcií.
- *Tržní hodnotu* – představuje skutečnou aktuální hodnotu akcie jako prodejní cenu na veřejném trhu, v průběhu obchodování se tržní cena od nominální hodnoty značně odchyluje v závislosti na poptávce a nabídce po akciích dané společnosti, ale také na výši dividendy.
- *Emisní kurz* – v případě primární emise akcií představuje emisní kurz cenu, za kterou jsou akcie společnosti poprvé nabízeny veřejnosti na primárním trhu. Rozdíl mezi nominální hodnotou a emisním kurzem pak představuje emisní ážio, případně emisní disážio, pokud by byl rozdíl negativní.

3. Způsoby financování (25)

Získávání kapitálu je jednou z hlavních podmínek podnikání. Sebelepší podnikatelský plán nemá naději k úspěchu, pokud není podpořen dostatečným kapitálem. Každý podnik čelí neustálé potřebě peněžních zdrojů v průběhu celé svojí existence. Jedněmi z typických důvodů, vedoucích k nutnosti opatření dalšího kapitálu jsou:

- *Založení podniku* – počátek podnikání je pochopitelně provázen značnými náklady na prvotní vybavení a započetí podnikatelských aktivit.
- *Obnovení rentability* – samotné zařízení podniku na počátku podnikání je časem opotřebováváno a podnik tak ztrácí na výkonnosti, pro udržení životaschopnosti je nutné do podniku investovat další kapitál.
- *Rozšíření podnikatelských činností* – nové podnikatelské plány, vstup na nové trhy, produkce nových výrobků, akvizice dalších společností, všechny tyto aktivity vyvolají velký nárůst potřeby kapitálu.

3.1. Financování vlastním kapitálem (25)

Vlastní kapitál tvoří upsaný a splacený základní kapitál, tedy násobek nominální ceny akcií a počtu akcií, ážiový fond z rozdílu nominální a prodejní ceny akcií, fondy ze zisku či nerozdělený zisk minulých let.

Vlastní kapitál představuje prostředky, které jsou společnosti k dispozici k libovolnému účelu bez návratnosti, riziko spojené s investicí do společnosti formou vlastního kapitálu je tedy vyšší než u cizího kapitálu, neboť s úpadkem společnosti je poslední při vypořádání. To vše se projevuje na nákladech, které požadují poskytovatelé vlastního kapitálu. Při horším výsledku hospodaření se ale společnost může rozhodnout nevyplácet tyto odměny. Poskytovatel vlastního kapitálu získává právo podílet se na řízení společnosti a na výsledcích jejího hospodaření.

Není vhodné jednoznačně preferovat vlastní kapitál před cizím, z ekonomického hlediska je dobré udržovat jistou rovnováhu mezi těmito složkami. Podíl vlastního a cizího kapitálu je i jedním z hledisek, která poukazují na finanční zdraví podniku a

ovlivňuje celou řadu subjektů, které jsou ve styku s danou společností, jako například akcionáře, obchodní partnery, zákazníky, potencionální investory, bankovní instituce a další. Důsledkem je, že získání dalšího vlastního kapitálu umožňuje společnosti přístup i k dalšímu cizímu kapitálu. Hlavní možnosti financování prostřednictvím vlastního kapitálu jsou následující:

- *Samofinancování* – ve formě otevřeného samofinancování využívá společnost zdroje výsledku hospodaření, při skrytém samofinancování se odkládají výdaje daňové povinnosti prostřednictvím nadhodnocování pasiv a podhodnocováním aktiv.
- *Private equity* – neboli financování soukromým investorem, financování formou private equity představuje způsob externího financování, kdy společnost vypracuje podnikatelský záměr s cílem oslovit potencionální investory a přesvědčit je o spolupráci. Soukromý investor, pokud se rozhodne pro zapojení do podnikatelských záměrů společnosti, poskytne společnosti své finanční zdroje, avšak nestává se jejím věřitelem, ale odkoupí část jejich akcií a stává se tak spoluvlastníkem společnosti. Cílem rizikového investora je růst společnosti, čímž zhodnotí i vlastní podíl. Kromě financí sebou přináší i know-how, ale o jeho podíl se snižuje rozhodovací právo původních vlastníků, především v oblasti strategického řízení. Pokud se úspěšně dosáhne vytyčeného cíle, investor po určité době odprodává svoji zhodnocenou část společnosti a tím z ní vystupuje. Pokud dochází k likvidaci společnosti, investor o své vložené zdroje přichází. Možnosti vystoupení rizikového investora mohou být následující:
    - prodej podílu dalšímu rizikovému investorovi
    - prodej podílu třetí osobě
    - prodej podílu prostřednictvím IPO
    - kombinací uvedených možností. V případě že nelze provézt prodej ani jednou z možností, může investor odprodat svůj podíl ve prospěch původního vlastníka.
- *Emise akcií* – základní kapitál je hlavním zdrojem vlastního financování podniku a tedy i jeho zvýšení vede k nejefektivnějšímu získání zdrojů.

Společnost takto navýší svůj základní kapitál vydáním nových akcií, které pak nabízí investorům. Splacením emisní hodnoty od velkého množství investorů společnost často získá značné prostředky, více než je možné získat pomocí úvěru.

- *soukromá emise* (angl. *private placement*) – společnost takto nabízí své akcie soukromě do rukou určitého množství investorů. Jelikož společnost nabízí akcie investorům k prodeji přímo, nemají její akcie náležitosti nutné k tomu, aby se s nimi mohlo obchodovat na veřejném trhu.
- *veřejná emise* (angl. *public placement*) – veřejnou emisí nabízí společnost své akcie neomezenému množství investorů prostřednictvím veřejného trhu. Jelikož společnosti za účelem prodeje akcií veřejnosti nemohou informovat každého z velkého množství investorů o svých akciích a rizicích osobně, jsou na veřejných trzích k ochraně investorů stanoveny určité postupy a podmínky, které je při vstupu nutné splnit, aby akcie mohly být veřejně obchodovatelné. Z tohoto ohledu je nutné rozlišit první, primární veřejnou emisi akcií společností (angl. *Initial Public Offering*, zkratka IPO), kdy dosud soukromá společnost musí při nabídce splnit tyto podmínky, a sekundární emisi akcií (angl. *Seasoned Equity Offering*, zkratka SEO), kdy se s akciemi společnosti na veřejném trhu již obchoduje a společnost další emisí získává dodatečné prostředky.

- *Dary a dotace* – jedná se o zdroje, které jsou společnosti poskytnuty nenávratně a není s nimi spojeno právo podílet se na řízení podniku a jeho zisku. Dary mohou být přijaty prakticky od jakéhokoli subjektu, ve formě finanční i nefinanční, a vedou ke zvýšení kapitálu společnosti. Účelem dotací je naproti tomu snížení nákladů a jsou poskytovány z evropských fondů, státního rozpočtu České republiky či rozpočtů kraje a dalších subjektů.
  - *přímé dotace* – jsou formou přísunu peněžních prostředků, jako část nebo z výdajů na investici.

- *nepříme dotace* – znamenají pro společnost úsporu, například bezúročné půjčky, půjčky s dotovanou úrokovou sazbou.

3.2. Financování cizím kapitálem (25)

Cizí kapitál je společnosti propůjčen na dobu určitou, jeho účel musí být znám a stanoven a cenou za získání tohoto kapitálu je úrok. U cizího kapitálu je vyžadována návratnost a splatnost úroků i v případě, kdy se společnost nachází v tíživější finanční situaci. To představuje menší riziko pro poskytovatele a cena za získání zdrojů cizím kapitálem je tedy obvykle nižší než cena za vlastní kapitál. Poskytnutím cizího kapitálu však účastník nemá právo podílet se na řízení společnosti ani na jejím zisku. Mezi financování formou cizího kapitálu patří:

- *Úvěry* – v případě úvěrů jsou finance společnosti poskytnuty na určitou dobu a k určitému účelu, podnik tedy nemůže s těmito prostředky disponovat libovolně. Cena kterou společnost platí za získání těchto zdrojů je úrok. Veškeré náležitosti jsou definovány úvěrovou smlouvou a tedy návratu zdrojů po uplynutí doby a platba úroků se nelze vyhnout. V případě úpadku společnosti jsou zájmy poskytovatele úvěru uspokojovány přednostně. Z toho plynoucí riziko je nižší ve srovnání s ostatními formami financování. Poskytovatelem úvěru jsou především bankovní instituce, případně mateřské či dceřinné společnosti. Výhodou úvěru je poměrně snadná dostupnost, malé počáteční náklady a platba úroků je daňově uznatelným výdajem. Oproti tomu pouze dočasné poskytnutí zdrojů nutí společnosti k odkládání svých zdrojů k pozdějšímu splácení, což zpomaluje rozvoj společnosti. V českých podmínkách je úvěrové financování nejvyužívanější formou financování.
- *Emise dluhopisů* – podobně jako u emise akcií i emisí dluhopisů je možné získat značné prostředky, které přesahují možnosti bankovního sektoru a emitující společnost jich může využít k libovolnému účelu. Avšak na rozdíl od akcií, kde se investor stává spoluvlastníkem, u dluhopisů se jedná

o formu dluhu. Investor tedy vkládá do společnosti své zdroje na dobu určitou a po uplynutí této doby očekává i navrácení svých zdrojů, po dobu kdy vlastní dluhopis se ale nemůže podílet na řízení společnosti, avšak stejně jako v případě akcií i dluhopisy jsou obchodovatelné, což s sebou přináší výhodu rychlého zpeněžení na kapitálovém trhu. Za zapůjčení zdrojů jsou investorovi vypláceny úroky a jistiny. Na rozdíl od dividend jsou platby smluvně zajištěné a emitent se jim nemůže vyhnout, také v případě úpadku emitenta se závazky z dluhopisů uspokojují přednostně. Z toho plynoucí menší rizikovost se projevuje i na ceně placených úroků. Při příznivém hospodářském výsledku tak může zisk akcionáře o mnoho převyšovat zisk majitele obligací.

- *Rezervy* – tvorbou rezerv vzniká společnosti náklad, který snižuje výsledek hospodaření. Jelikož výdaj z rezervy nastane až v budoucnu, do této doby je možné využít kapitál z daňové úspory k jiným účelům.
- *Leasing* – je specifickou formou výpůjčky, kdy se společnost stává nájemcem předmětu leasingu, předmět tedy není ve vlastnictví společnosti. Jelikož předmět zůstává majetkem leasingové společnosti, riziko pro poskytnutí je nižší a projevuje se v nákladech na získání leasingu. V českých podmínkách je leasing v současnosti jednou z nejběžnějších forem získávání dlouhodobého majetku.

3.3. Mezzanine financování (25)

Stojí na pomezí mezi financování vlastním a cizím kapitálem, respektive obsahuje prvky obou způsobů. Subjekt, který poskytne zdroje společnosti tak stojí na pomezí mezi akcionáře a věřitele. Pokud se zdroje investora stávají součástí vlastního kapitálu (angl. *equity mezanine*), pak jsou práva investora omezena o možnost podílet se na řízení společnosti výměnou za přednostní platby. Pokud je zdroj na straně cizího kapitálu (angl. *debt mezanine*), jsou pohledávky uspokojovány až v poslední řadě, což poskytovatele z právního hlediska přibližuje k postavení vlastníka.

- *Prioritní akcie* – k prioritním akciím se váže přednostní právo na výplatu dividend a podíl na likvidačním zůstatku, zpravidla za omezení o práva hlasovat.
- *Prioritní dluhopis* – majitel prioritního dluhopisu má kromě práva na splacení dluhopisu i předkupní právo na akcie, vydávané v době splatnosti dluhopisu.
- *Podřízený dluhopis* – závazky vůči držiteli podřízeného dluhopisu se vyřizují až po uspokojení ostatních závazků, čímž se věřitel přibližuje postavení vlastníka.
- *Vyměnitelný dluhopis* – majitel vyměnitelného dluhopisu má možnost výměny za odpovídající množství akcií.
- *Podílová půjčka* – výměnou za zapůjčení zdrojů získává věřitel právo podílet se na zisku společnosti.

4. Initial Public Offering

IPO je zkratkou pojmu *Initial Public Offering* (český ekvivalent je primární nabídka akcií), což představuje proces, jehož provedením se dosud soukromá akciová společnost stává veřejně obchodovatelnou (14). Tedy společnost, která dosud se svými akciemi, případně obligacemi, neobchodovala, nabízí prostřednictvím primárního trhu cenných papírů své akcie či obligace k prodeji široké investorské veřejnosti. Společnost takto může získat značný kapitál, který by často nebylo možné získat ani prostřednictvím dlouhodobých úvěrů.

V případě samotného úpisu je možné dle původu a účelu rozlišit *primární* a *sekundární* akcie (14). IPO primárních akcií se je úpis zcela nových akcií, jejichž prodejem získá finanční zdroje emitující společnost, která tímto způsobem může optimalizovat kapitálovou strukturu a snížit vlastní zadluženost.

Pokud se jedná o IPO sekundárních akcií, pak jsou předmětem prodeje již existující akcie. Zdroje z jejich prodeje neplynou emitující společnosti, ale dosavadním vlastníkům akcií. Tímto způsobem je možné odprodat část nebo veškerý podíl ve společnosti, na jehož koupi by při přímém prodeji mohlo být příliš náročné nalézt investora s dostatečným množstvím zdrojů. Veřejnou nabídkou se tato částka rozdělí mezi velké množství investorů a lze dosáhnout nejlepšího zhodnocení podílu ve společnosti.

Společnost, která chce získat finanční zdroje pro svoji činnost, vydává tedy akcie primární. Menší společnosti s kratší dobou působení takto získávají kapitál, zatímco větší etablované společnosti směřují zpravidla k úpisu sekundárních akcií. Vzhledem k aspektům obou možností a k emisi většího množství akcií, při malém navýšení kapitálu, se často uskutečňuje i kombinace obou možností.

4.1. Rozdíly mezi IPO a SEO (16)

V rámci jednotlivých emisí je dále nutné rozlišit primární a sekundární emisi. Jelikož primární emise označuje pouze první nabídku akcií, před kterou tyto akcie

nebyly veřejně obchodovány, znamená to, že každá společnost může provést primární emisi jen jedenkrát. Pokud se již veřejně obchodovatelná společnost rozhodne navýšit množství svého kapitálu prostřednictvím další emise akcií, pak se již jedná o sekundární emisi akcí (angl. *seasoned equity offering* nebo *secondary equity effering*, zkratka SEO).

IPO se může stát prostředkem jak získat peněžní zdroje pro rozvoj společnosti, odprodat část nebo celý podíl společnosti, za nejvýnosnějších podmínek na trhu, a nebo kombinací obou. Naproti tomu SEO je pouze způsob k získání dodatečného kapitálu upsáním primárních akcií. Existující sekundární akcie stávajících vlastníků lze totiž po provedení IPO již kdykoli zpeněžit na sekundárním trhu, tedy se o emisi nejedná.

Rozdíly mezi IPO a SEO poukazují i na náročnost provedení, přípravu IPO předchází celá řada právních úkonů, příprava společnosti a plnění podmínek nutných pro vstup na burzy. Velmi důležité je stanovení emisní kurzu, což často ovlivňuje výnosnost celé primární emise. V případě SEO se však již akcie na veřejných trzích obchodují, společnost již má splněny veškeré podmínky a při stanovení emisní kurzu se vychází z tržní ceny již obchodovaných akcií. Tedy i náklady na SEO jsou v porovnání s IPO výrazně nižší.

4.2. Výhody a nevýhody IPO (9)

Argumenty pro IPO

Jako každý ze způsobů financování, i prvotní nabídka akcií má své klady i zápory. V drtivé většině přistoupí společnosti k emisi akcií z důvodu získání financí, kapitál takto nabytý lze využít bez omezení, která jinak vyplývají z úvěrového financování. Jelikož se jedná o vlastní kapitál, společnost není zatěžována úroky či vysokými náklady při splácení dluhopisů a při vyšší míře zadlužení se takto optimalizuje kapitálová struktura. Navíc množství zdrojů získaných emisí značně převyšuje výši dlouhodobých úvěrů, společnosti často využívají tohoto kapitálu k rozšíření svých podnikatelských aktivit na domácím, či zahraničním trhu, či k akvizici jiných společností. Pozitivní vliv získaného kapitálu na společnosti se tak projeví i na prodejnosti jejích akcií na sekundárním trhu.

Avšak IPO s sebou přináší i značné množství nefinančních efektů. Velkým pozitivem je image, který si prostřednictvím IPO emitující společnost vytvoří před veřejností. IPO je dozajista událostí, kterou si společnost zajistí zájem médií a dostane se do povědomí širší veřejnosti a činnost společnosti je mnohem intenzivněji sledována. Vzhledem ke kontrolním procesům hloubkové prověrky a oznamovací činnosti, která s IPO souvisí, dojde také ke zvýšení její důvěryhodnosti, a to nejen na veřejnosti, ale především u obchodních partnerů, odběratelů, bankovních institucí a zákazníků. IPO lze tedy chápat také jako jistý marketingový nástroj, který výrazně posílí image společnosti.

Velké výhody přináší IPO i stávajícím akcionářům emitující společnosti. Volná prodejnost akcií na sekundárním trhu jako důsledek primární emise v mnohém usnadňuje prodejnost jednotlivých podílů, zvyšuje jejich likviditu a zlepšuje podmínky především drobných akcionářů, kteří upřednostňují krátkodobé držení akcií. Majoritní vlastník může odprodat část svých akcií při stálém zachování většinového podílu ve společnosti. Z finančního hlediska se prodej sekundárních akcií emitující společnosti nijak nedotýká. Obměna vlastnického podílu může do podniku přivézt i investory se záměrem zapojit se do činnosti emitující společnosti, což se pozitivně projeví na jejím chodu, příchodem nových vedoucích pracovníku. Tento způsob řeší například problém generační obměny v rodinných nebo úzkým okruhem lidí vlastněných podnicích.

Argumenty proti IPO

Oproti zmíněným pozitivům proces IPO přináší i jisté nevýhody. Pokud společnost zvažuje emisi akcií, pak je nutné brát v ohled její výnosnost v poměru s jejími náklady. Jelikož značná část nákladů emise je fixních, s klesající velikostí emise, roste podíl nákladů na IPO v poměru na získaných prostředcích. U menších společností mohou tyto náklady dosáhnout až k 20 % z objemu emise a více. Avšak na rozdíl od úroků u dluhového financování není účel nákladů na IPO vynaložen pouze na dosažení zdrojů, ale jejich využití vede k podniku prospěšným úkonům i bez provedení samotné emise.

Informativní činnost, kterou musí nadále veřejně obchodovatelná společnost plnit, je pro společnosti často velkým negativem a určitá část potencionálních emitentů i pouze z tohoto důvodu na IPO nepřistoupí. Zveřejňováním ročních, pololetních, čtvrtletních zpráv nejen že vznikají dodatečné náklady, ale především hrozí nebezpečí

odhalení podnikatelských záměrů konkurencí. Především výzkumné a technologické společnosti nevyužívají IPO jako zdroje financování právě kvůli nutné informativní povinnosti.

Emitující společnost se spolu se svojí informační povinností dostává pro mnohem ostřejší dohled veřejnosti. Reakce stávajících akcionářů na výsledky hospodaření, sledování potencionálními investory, konkurencí, analytiky a bankovními institucemi, to vše může ovlivňovat kurz akcií a tím pádem i obraz celé společnosti.

V neposlední řadě rozšíření vlastnické struktury ztěžuje rozhodovací a řídící činnosti ve společnosti, nově příchozí akcionáři mohou požadovat změny ve společnosti nebo se společnost samotná může stát předmětem akvizice konkurenční společností.

4.3. Náklady na IPO (14)

Náklady na získání zdrojů prostřednictvím IPO dosahují v porovnání s náklady na jiné způsoby financování značné výše. Co tedy představuje hlavní část nákladů na IPO.

Přímé náklady (14)

Jedná se o náklady, které jdou skutečně na vrub společnosti. Jedná se především o poplatky upisovatelům (angl. *gross spread*). Gross spread je odměnou manažera emise, provádějícího IPO emitující společnosti. Představuje rozdíl hodnoty celé emise, nabízené veřejnosti a cenou, za kterou upisovatel akcie od emitující společnosti odkoupí. Gross spread se zpravidla znázorňuje jako procentuální část z celé hodnoty emise (tedy počtem akcií násobeném emisním kurzem). Mezi další přímé poplatky patři například platby poradcům, náklady na marketing, případně následné náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií.

Vzhledem k tomu, že značná část přímých nákladů patří mezi náklady fixní, s rostoucím objemem emise rostou náklady mnohem pomaleji. Tedy že podíl nákladů na celkovém hrubém výnosu klesá se vzrůstající velikostí emise. Například náklady na jednu nabízenou akcii emise o objemu 100 milionů EUR tak budou mnohem nižší než náklady na jednu akcii emise o objemu 20 milionů EUR za jinak stejných podmínek.

Stejně tak jsou náklady závislé i na velikosti a povědomí společnosti. Akcie velké a známé společnosti lze mnohem snadněji prodat než akcie středně velké společnosti, která musí vynaložit mnohem více zdrojů na marketing a alokaci případných investorů.

Nepřímé náklady (14)

Nepřímé náklady nejsou přímo platbou, kterou společnost hradí, ale představují formu ušlého zisku, tedy že společnost získává méně zdrojů. K tomu dochází z důvodu, kdy lze jen těžko odhadnout cenu, za kterou by se jinak na sekundárním trhu nabízené akcie obchodovaly a společnosti tak často z důvodu snížení celkového rizika volí menší nabídkovou cenu. Rozdíl mezi těmito cenami se pak anglicky nazývá *underpricing*, česky též označován jako *podhodnocení emisního kurzu (14)*.

Underpricing se definuje jako procentuelní rozdíl tržní ceny akcie na sekundárním trhu na konci prvního dne obchodování od emisního kurzu, tento vztah lze vyjádřit pomocí následujícího vzorce (14):

$$U = \frac{(P_1 - P_E)}{P_E} \times 100$$

U	podhodnocení emisního kurzu v %
P_1	kurz akcií na konci prvního dne obchodování
P_E	emisní kurz akcie

Příklad: Společnost emituje 1.000.000 kusů akcií při emisním kurzu 20 EUR za akcii. Na konci prvního dne obchodování dosáhne cena na sekundárním trhu na 22,5 EUR. Underpricing tedy dosáhne hodnoty 12,5 %, o které převyšuje tržní cena emisní kurz. Při této tržní ceně je hodnota celé emise 22,5 milionů EUR, avšak společnost získala při emisním kurzu 20 EUR za akcii pouze 20 milionů EUR. Zbylých 2,5 milionu EUR tedy představuje nepřímý náklad této společnosti na IPO.

Avšak underpricingu není jen nepřímý náklad, ale přináší s sebou celou řadu dalších efektů. Z pohledu investora, který nakoupí při IPO akcie od emitující

společnosti, je underpricing prostředek k okamžitému zhodnocení svých zdrojů zpětným prodejem těchto akcií na sekundárním trhu. Underpricing tak představuje procentuelní nárůst peněžních zdrojů investorem v prakticky nulovém čase. Díky tomu mohou emitující společnosti využít efektu underpricingu jako prostředku, který zvyšuje míru úspěšnosti emise a motivaci investorů, ale také na sebe přitahuje publicitu.

Dalším příčinou existence underpricingu je snížení rizika investorů. Čím méně informací o sobě emitující společnost poskytne a také čím menší a všeobecně méně známá společnost je, tím více považuje investorská veřejnost akcie za rizikové. Cenou, která tato rizika nahrazuje ja pak právě underpricing.

4.4. Právní aspekty obchodování na veřejném trhu

Hlavními právními normami, dle kterých emitent na českém kapitálovém trhu musí postupovat jsou především:

- Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 519/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- Směrnice EU 2003/71/ES a 2001/34/ES.

Zákony České republiky[3] přesně stanovují podmínky, bez jejichž splnění nemůže organizátor veřejného trhu přijmout akcie společnosti k obchodování. K tomu aby společnost tedy mohla IPO provést, musí emitent splnit mimo jiné následující podmínky:

- Společnost musí uveřejnit prospekt.
- Společnost musí mít z právního hlediska formu dle norem toho státu, ve kterém má sídlo. Z legislativního hlediska je tedy jedno jestli na trh vstupuje tuzemská nebo zahraniční společnost, pokud postupuje jak podle českých právních předpisů, tak i zahraničních.

[3] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, § 65.

- Hodnota celé emise akcií (tedy emisní kurz násoben počtem akcí) je v přepočtu alespoň 1.000.000 EUR. V případě dluhopisů je to potom alespoň 200.000 EUR. To však platí pouze pro IPO a v případě následujících SEO už není nastavena žádná minimální výše. Avšak pokud má být IPO úspěšné, doporučuje se v zájmu zajištění dostatečné likvidity emise emitovat akcie o velikosti alespoň desítky milionů EUR[4].
- Minimální množství akcií určených k obchodování na veřejném trhu musí tvořit alespoň 25 % základního kapitálu. Ovšem stejně jako s doporučenou velikostí emise i zde by tento podíl měl být nejlépe 30 – 40 % (14).
- Jestliže jsou akcie ve formě listinné, musí být jejich provedení a tisk v souladu s legislativou státu, kde má emitující společnost sídlo. V případě české legislativy musejí splňovat veškeré technické požadavky Ministerstva financí a musejí být vytištěny v tiskárně s příslušným státním povolením. Tato forma akcií se v konečném důsledku může stát velmi nákladnou, zaknihovaná podoba akcií je proto v praxi mnohem praktičtější.
- Emitující společnost působí alespoň tři roky a za stejnou dobu musí uvést i své účetní závěrky.
- K zamítnutí může dojít i v případě, že jsou přímo organizátorovi veřejného trhu známy nějaké okolnosti, které by mohli v případně přijetí akcií ohrozit a poškodit zájmy investorů.

[4] JEŽEK, T. a kol. *Jak emitovat akcie a dluhopisy na kapitálovém trhu*. Praha: KCP, 2004. ISBN 80-239-2193-2.

5. Postup realizace IPO (9)

Při prodeji prostřednictvím veřejného trhu společnost nabízí své akcie do rukou velkého množství investorů. Emitent tedy nemůže informovat každého z investorů osobně a je nutná jistá standardizovanost. Správný postup, podmínky a veškeré náležitosti stanovují zákony a burzovní pravidla, která tak ochraňují investory. Postup realizace IPO v podmínkách českého kapitálového trhu je sestaven dle zdrojů z BCPP (www.pse.cz) a lze jej rozdělit do jednotlivých fází, obsahují následující procesy:

Přípravná fáze

- konzultace s poradci, předběžné ocenění, návrh investičního příběhu
- rozhodnutí managementu

Realizační fáze

- výběr manažera emise
- výběr poradců
- výběr trhu
- revize firemní struktury, hloubková právní, ekonomická a účetní prověrka (due diligence)
- interní ocenění společnosti
- rozhodnutí valné hromady
- příprava prospektu
- proces schvalování prospektu
- jednání s burzou a schvalování výborem pro kotaci
- příprava prezentace firmy a analýzy manažera emise pro roadshow
- roadshow
- určení emisního kurzu
- pricing – zafixování ceny a počtu kusů

Post-realizační fáze

- splacení a připsání ceny a počtu kusů
- manažer zajišťuje stabilní cenu na burze

5.1. Přípravná fáze

Přípravná fáze může být poměrně dlouhodobý proces, kdy se potencionální emitent připravuje ke splnění veškerých podmínek, které vyplývají z emise akcií na veřejném trhu. Jinými slovy, společnost se takto transformuje do podoby, kdy je zajištěna dostatečná transparentnost pro investory, v souladu s principy *corporate governance*. Nutné je tedy zajistit ve společnosti kvalitní vedení pomocí schopného managementu a změnu řídící struktury a implementace Mezinárodních účetních standardů (IFRS). Pokud se dosáhne podoby veřejně obchodovatelné společnosti, předběžná konzultace neobjeví žádné nedostatky, management společnosti rozhodne o provedení emise akcií a proces IPO se začne realizovat.

5.1.1. Předpoklady úspěšnosti IPO

Avšak jaké další skutečnosti musí společnost splňovat, aby její IPO mohlo být skutečně úspěšné? Kromě samotné finanční stránky a stability společnosti se jedné o celou řadu nefinančních faktorů, které ovlivňují uvažování investorů a tedy i poptávku po akciích společnosti.

Situace společnosti

Aby IPO společnosti mohlo být reálně provedeno, musí společnost splňovat jisté předpoklady, které sice nevyžadují ani organizátor veřejného trhu, ani zákony státu, ale jejich dodržení je klíčovým z hlediska zájmu investorů a ovlivňuje úspěšnost a výnosnost celé emise. Potencionální emitent by tedy měl splňovat a být připraven v následujících oblastech:

- *Vývoj na trhu a výhled budoucího vývoje* – z hlediska trhu jsou úspěšné společnosti, působící v odvětví, které je z pohledu investora atraktivní a u něhož se očekává i budoucí vývoj. Dalšími hledisky jsou úspěšnost produktů a služeb potencionálního emitenta a jasně definované cíle a strategie, kterými hodlá společnost nadále směřovat.

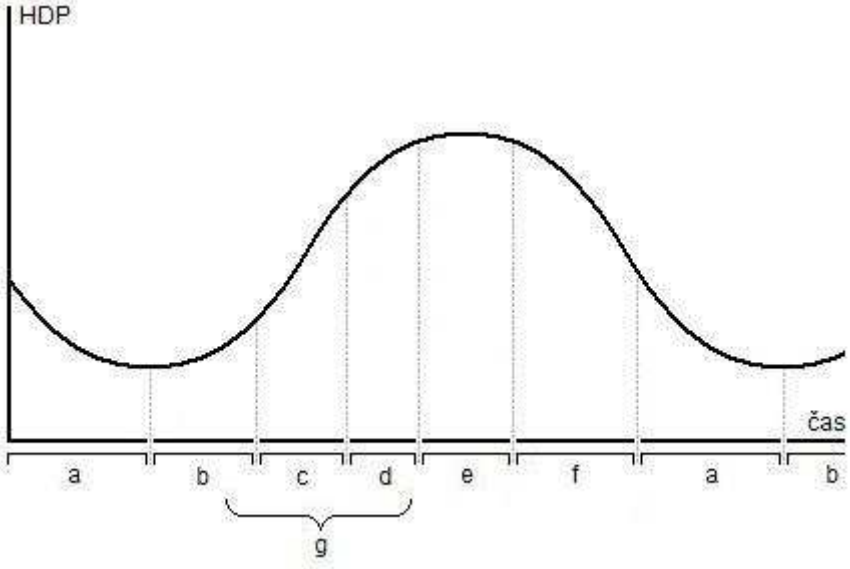
- *Reporting a finance* – finanční stránka společnosti je z hlediska investorů velmi důležitým faktorem. Žádný investor nevloží své prostředky do upadající či předlužené společnosti. Kromě samotného finančního zdraví se posuzují i další faktory, jako zavedení profesionálního plánovacího, účetního a řídícího softwaru, obchodní plán, široká báze zákazníků, pozitivní cash flow, jasné využití získaného kapitálu, velikost obratu a nebo jeho meziroční růst.
- *Struktura vlastníků a řízení* – dalším faktorem, který ovlivňuje rozhodování investorů, je struktura a složení v oblasti řízení podniku, společnost tedy musí být vedena profesionálním a silným managementem s rychlým a precizním rozhodováním a existencí i druhé úrovně řízení. Dosavadní vlastníci také musejí být připraveni podělit se o řízení společnosti s nově příchozími akcionáři.
- *Prezentace na veřejnosti* – pokud se jednou společnost rozhodne přistoupit k prvotní emisi akcií, musí být připravena zveřejňovat své informace a prezentovat se před veřejností. Budování image společnosti a prezentace sestaveného investičního plánu, stejně jako komunikace s potencionálními investory, je nutností, která investorům dodává veškeré informace.

Situace trhu

Při rozhodování o provedení IPO je důležité zohlednit i makroekonomická hlediska, neboť stávající ekonomická situace silně ovlivňuje poptávku po cenných papírech. Investovat je však nutné do takového cenného papíru, který nám v danou chvíli vložené prostředky zhodnotí nejvíce nebo lze očekávat jeho nejvyšší výnosnost v porovnání s alternativními možnostmi. Je tedy otázkou, ve kterém období je poptávka po akciích nejvyšší a tedy i ve kterém období je nejvhodnější akcie emitovat.

Proto je nutné objasnit jak jednotlivé části hospodářského cyklu vedou k upřednostňování poptávky po určitém cenném papíru. To je možné vyjádřit následujícím grafem.

Graf 1. *Fáze hospodářského cyklu (21)*



a. Během poklesu a nízkého stavu ekonomiky obecně přetrvávají nízké ceny, je nízká úroková míra, ale stejně tak je i nízká produktivita společností a tedy i jejich zisků.
b. Jakmile dojde k obratu a ekonomika po poklesu začne stoupat, dochází k postupnému zvyšování výroby a produktivity. K většímu nárůstu produkce dochází především u cenově elastičtějších produktů. Úrokové sazby a cenová hladina jsou stále poměrně nízké.
c. Nárůst produkce postupně naplňuje výrobní kapacity společností. Některé jsou již natolik vytíženy, že potřebují získat dodatečný kapitál pro nové investiční možnosti. Zvyšující se produkce se projevuje i v přílivu peněz do domácností, což způsobuje jejich nárůst poptávky.
d. Společnosti se nyní nacházejí ve stavu maximálního růstu a výdělečnosti, avšak potřeba kapitálu za nové investiční příležitosti vede k postupnému zvyšování úrokové míry, vlivem zvyšující se poptávky. S vysokou zaměstnaností rostou i mzdy a poptávka po zboží méně cenově elastickém. Zvyšující se poptávka vede i k růstu cen.
e. V tomto okamžiku dosáhla ekonomika svého vrcholu. Avšak v důsledku očekávání poklesu ekonomiky se zvyšuje úroková míra, která tak kompenzuje zvyšující se rizika věřitelů. Zvýšení úrokové míry vede i ke zvýšení zadluženosti, což se v konečném důsledku dotýká především domácností.

f. Vlivem vysoké úrokové míry a zvýšené zadluženosti, klesla poptávka domácností po zboží. Z toho důvodu klesla i produkce společností, pro vyprodání současného stavu zboží bylo nutné i snížit ceny a výnosy podniků značně klesají.

Principem akcie z pohledu investorů je především zhodnocení vložených zdrojů, a to buď růstem její hodnoty nebo příjmem dividendy. Avšak oba tyto zdroje je možné zajistit pouze, když podnik dostatečně prosperuje, vykazuje zisk a roste po ekonomické stránce. Jak je z předchozího grafu patrné, tato situace nastává tehdy, když je v progresi i celá ekonomika a potřeby domácností zvyšují produktivitu a tedy i ziskovost. Tehdy je při nákupu akcie možné očekávat, že její hodnota z budoucího hlediska nadále poroste a investor tedy zhodnocuje své zdroje. Z pohledu společnosti je tedy nejvýhodnější emitovat během období, označeném písmenem g. Tehdy je ekonomika v růstu a není očekávaná změna tohoto trendu, přičemž růst ekonomiky ovlivňuje i cenu akcií a během tohoto období tedy i potencionální výši emisního kurzu, pokud tedy společnost emituje akcie na počátku tohoto období, měla by počítat s nižším emisním kurzem, tedy i nižším výnosem, než ke konci období g.

Pokud by společnost emitovala v době, označené písmenem e, je již očekáván pokles ekonomiky a tedy i hodnoty akcií, což se projeví v následujícím období, kdy vlivem zvyšující se úrokové míry a poklesu poptávky a produkce značně snižuje i hodnota společnosti, a tedy i akcie. Nízká ziskovost se také projeví na nízké, případně i nulové, výši dividend.

Je tedy jasné, že aktuální stav ekonomiky silně ovlivňuje úspěšnost primárních emisí. Z celosvětového hlediska je to značně patrné a dá se říci, že množství primárních emisí akcií společností do značné míry kopíruje vývoj hospodářství.

5.2. Realizační fáze

Pokud společnost provedla veškeré změny v souladu s corporate governance, má plně transparentní podobu, může přistoupit k samotné realizaci IPO.

5.2.1. Výběr poradců a sestavení realizačního týmu

Proces IPO je málokdy schopen emitent zajistit vlastními silami, management proto po rozhodnutí provést veřejný úpis akcií musí vybrat vhodné partnery k provedení tohoto procesu. Součástí tohoto týmu jsou i interní pracovníci z různých vrstev firemní infrastruktury, spolupracující s manažerem emise, auditory, právníky, daňovými poradci a dalšími.

Vedoucí manažer emise

Výběr vedoucího manažera emise (někdy také aranžéra) je jedním z prvních a nejdůležitějších rozhodnutí emitenta. Podmínkami by měl být individuální a dlouhodobý přístup k investorům, většinou tuto roli zastane silná regionální nebo mezinárodní investiční banka, popřípadě konsorcium bank. Správný výběr vedoucího manažera emise může být často zásadní pro vývoj kurzu akcií po jejich primární emisi. Vedoucímu manažerovi emise se vyplácí stimulační odměna, obvykle ve výši 4-7 % objemu emise, od které se odečtou průběžné platby záloh a úhrada vzniklých nákladů (*retainer fee*), neboť tyto částky platil emitent ihned při jejich vzniku.

Vedoucí manažer provede fundamentální analýzu společnosti, kde zjistí potřebnou výši nového kapitálu a ověří si vhodnost a připravenost emitenta pro IPO, v určitých případech požádá o provedení ratingu. Dalším krokem je výběr vhodného kapitálového trhu. Dále se vedoucí manažer s emitentem dohodne na strategii zaevidování a kotace akcií, umístění u koncových investorů a nadále bude asistovat s výběrem dalších poradců. S vybranými poradci je potom sestaven časový harmonogram s detailními instrukcemi.

Po provedení fundamentální analýzy sepíše s emitentem mandátní smlouvu, která upravuje jejich vzájemné vztahy a povinnosti během přípravné fáze až do započetí marketingové fáze, určuje tzv. **hrubé rozpětí** (angl. *gross spread*), což je procentuelní

část objemu emise, která je rozdělena na krytí nákladů a odměn (na českém kapitálovém trhu zpravidla v rozmezí 3 – 5% z objemu emise). Dále mandátní smlouva obsahuje souhlas emitenta o spolupráci a poskytnutí potřebných informací, závazek manažera emise uzavřít smlouvu o úpisu akcií. Emisní kurz není součástí mandátní smlouvy a konečná cena, za kterou manažer emise odkoupí akcie emitenta, se objevuje až ve smlouvě o úpisu akcií, která svojí platností nahrazuje dosavadní mandátní smlouvu.

Konzultant pro IPO

Není povinnou součástí procesu IPO, někdy se lze setkat se situací, kdy společnost angažuje nezávislého konzultanta, avšak je otázkou, zda je existence konzultanta natolik podstatnou vzhledem k vynaložení dalších nákladů na emisi. Konzultant se v některých případech může stát mezičlánkem mezi emitentem a vedoucím manažerem emise. Jeho hlavní náplní může být výběr trhu a může spolupracovat s emitující společností v počáteční přípravné fázi nebo během celého procesu.

Právní poradci

Právní poradci, respektive právní a poradenské kanceláře, zvláště specializované a se zkušenostmi, jsou nepostradatelnými partnery vedoucího manažera během celého procesu IPO, případně i nadále po ukončení tohoto procesu. Na akciových trzích je obvyklé, že je prospekt sestavován u právního poradce za účasti specialistů vedoucího manažera emise. Za účelem minimalizovat riziko právních sporů ohledně informací v prospektu je vhodné, aby se právní poradce účastnil i veškeré komunikace s investory.

Při hloubkové prověrce kontroluje právní poradce veškerý právní rámec emitenta od jeho založení, včetně úkonů a činností statutárních orgánů a klíčových obchodních smluv. Pokud firma neprošla transformací na akciovou společnost, bude právní poradce také navrhovat a realizovat úkony potřebné jako základ pro následnou transakci.

Jedněmi z hlavních úkolů právního poradce je postihnout potencionální rizika podnikání emitenta, spolupráce na prospektu a dohled nad právní stránkou celé emise.

Auditor a daňový poradce

Důležitou úlohou je ověření finančních výkazů využitých k sestavování prospektu. Dále se podílejí na finanční hloubkové prověrce, jejíž výstupem je tzv. *comfort letter*. Tímto dokumentem se auditor zavazuje, že veškeré finanční ukazatele, uvedené v prospektu, věrně zobrazují skutečný stav emitenta. Další úlohou auditora je transformace z českých účetních standardů CAS do mezinárodních účetních standardů IFRS.

Poradce pro vztahy k investorům a veřejnosti

Poradce pro vztahy k investorům a veřejnosti (*investor relations, financial public relations*) najímá emitent v rámci geografického rozsahu svého podnikání. Jejich úkolem je příprava setkání s investory, komunikace s nimi či příprava valných hromad, vytváření image emitenta a podpora emise budováním vztahu s investory. Vždy je však důležité posoudit přínos a opodstatnění vynakládání dalších nákladů na tyto poradce.

Interní tým emitenta

Společnost sestavuje interní tým především z pracovníků vrcholového managementu. Jejich úkolem je poskytování informací a podpora ostatním poradcům a sestavení finančního a obchodního plánu.

5.2.2. Výběr kapitálového trhu

Výběr trhu je prvním hlediskem, kterým se by se emitent nebo vedoucí manažer měl zabývat. Jedním z hlavních aspektů je místo podnikatelských aktivit či sídlo emitenta. V místě svého působení nebo kde má společnost určitý podíl na trhu, dochází zde ke styku s dodavateli či odběrateli, to vše určuje množství potencionálních investorů, ochotných odkoupit danou emisi. Dalšími aspekty jsou i míra likvidity daného kapitálového trhu nebo v některých případech může být v dané lokalitě IPO i prostředkem reklamy emitenta. Základní podmínky pro přijetí a obchodování akcií na veřejných trzích stanovují směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES a 2001/34/ES.

Dále závisí na legislativách jednotlivých států, podmínky pro vstup s akciemi na veřejné trhy v České republice viz. kapitola 4.4. V neposlední řadě si jednotlivé burzy cenných papírů stanovují vlastní burzovní pravidla nad rámec zákona.

Burza cenných papírů Praha (BCPP) (4)

Anglicky Prague stock exchange (PSE), je největším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Ze zákona je akciovou společností[5]. V červnu 2001 se stala přidruženým členem Federace evropských burz (FESE) a od 1. května 2004 se návaznosti na vstup České republiky do Evropské unie stala řádným členem. V květnu 2004 obdržela od americké Komise pro cenné papíry (US SEC) statut Designated Offshore Market, tedy trhu bezpečného pro investory ze Spojených států amerických.

Burza cenných papírů byla až do roku 2008 jediná společnost v České republice, která získala povolení k činnosti burzy cenných papírů. Na konci roku 2008 získala toto povolení ještě společnost RM-SYSTÉM.

Tab. 1. *Podmínky pro přijetí akcií k obchodování na Burze cenných papírů Praha (4)*

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

[5] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, § 6.

5.2.3. Due diligence

Za pomoci manažera emise si emitující společnost vybere další poradce pro realizační tým a při jejich úvodním setkání (angl. *kick-off meeting*) dochází k přípravě hloubkové prověrky, nebo-li *Due diligence*, což je kompletní prověření společnosti, které je provedeno v počáteční fázi procesu emise. Skládá se ze tří částí, které sestavují jednotliví členové realizačního týmu:

1. *Ekonomická due diligence*, kterou organizuje vedoucí manažer emise.
2. *Právní (legal) due diligence*, za kterou zodpovídá právní poradce, který kontroluje veškeré právní aspekty společnosti a definuje potencionální rizika v právní oblasti.
3. *Finanční a daňová due diligence*, kterou zajišťuje auditor a daňový poradce. Výsledkem je tzv. *comfort letter*, dokument, který oznamuje, že auditor provedl dostatečné posouzení společnosti.

Požadavky jednotlivých členů realizačního týmu na potřebné informace jsou specifikovány ihned na počátku, aby jejich nashromáždění, zpracování a vyhodnocení proběhlo v co nejkratší době a mohly se tak včasně opravit případné nedostatky.

Výsledky due diligence jsou určeny pouze pro účely emitenta a jednotlivé interní strany se sjednaným závazkem mlčenlivosti v rámci transakce. Výsledky nejsou publikovány přímo, ale slouží jako klíčový podklad pro sestavení nabídkové části prospektu, a k určení hodnoty společnosti pro sestavení nabídkové ceny – emisního kurzu.

5.2.4. Interní ocenění společnosti

Po angažování realizačního týmu a due diligence následuje interní ocenění společnosti, které slouží k předběžnému stanovení rozpětí ceny akcií. To potom slouží jako předpoklad budoucího stanovení emisního kurzu, o kterém se jedná s potencionálními investory. Pokud se při jednání představy investorů se společností

rozcházejí, může dojít i k přerušení celého procesu a společnost akcie nevydá. Interní ocenění společnosti se tak stává posledních možností, která může vyústit v zastavení celého procesu IPO.

5.2.5. Rozhodnutí valné hromady

K dalšímu kroku provedení IPO je nutné schválení celkového konceptu primární emise valnou hromadou, pochopitelně je v zájmu emitující společnosti veškeré lhůti zkrátit na minimum. O zvýšení základního kapitálu rozhoduje výhradně valná hromada akciové společnosti, popřípadě, za podmínek stanovených zákonem a stanovami společnosti, i představenstva společnosti. Není přitom určující, zda k rozhodnutí dojde na řádné, mimořádné, či náhradní valné hromadě, pokud ovšem byly splněny zákonné podmínky jejich svolání, konání a usnášeníschopnosti[6].

Zvýšení základního kapitálu je přípustné pouze pokud byl splacen kurz dříve upsaných akcií. Do třiceti dnů od usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu je představenstvo společnosti povinno podat návrh na zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku, což je označováno jako **první zápis** do obchodního rejstříku.

Usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu upisováním akcií m.j.[7] obsahuje:

a) částku, o níž má být základní kapitál zvýšen, s určením, zda se připouští upisování akcií nad částku navrhovaného zvýšení základního kapitálu, a to buď bez omezení nebo s určením omezení,
b) počet a jmenovitou hodnotu, druh, formu a podobu upisovaných akcií,
c) určení, zda akcie, které nebudou upsány s využitím přednostního práva, budou všechny nebo jejich určená část upsány akcionáři na základě dohody, zda budou nabídnuty určitému zájemci nebo zájemcům s uvedením osoby zájemce nebo osob zájemců anebo způsobu jeho nebo jejich výběru, anebo zda budou nabídnuty k upsání na základě veřejné nabídky,
d) místo a lhůtu pro upisování akcií,

[6] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 184.
[7] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 204a.

e) účet u banky a lhůtu, v níž je upisovatel povinen splatit část emisního kursu upsaných akcií, popřípadě místo a lhůtu pro splacení nepeněžitého vkladu,
f) schvaluje-li se vydání akcií nového druhu, určení práv s nimi spojených,
g) schvaluje-li se upisování akcií nepeněžitými vklady, předmět vkladu a výši jeho ocenění určeného posudkem znalce nebo znalců a počet, jmenovitou hodnotu, podobu, formu a druh akcií, jež se vydají za tento nepeněžitý vklad,
h) připouští-li se upisování akcií nad částku navrhovaného zvýšení základního kapitálu, určení orgánu společnosti, který rozhodne o konečné částce zvýšení,
i) připouští-li se možnost započtení peněžité pohledávky vůči společnosti proti pohledávce na splacení emisního kursu, pravidla postupu pro uzavření smlouvy o započtení; má-li být emisní kurs splacen výhradně započtením, není třeba uvádět údaje pod písmenem e),
j) schvaluje-li se vydání poukázek[8] na akcie, určení jejich podoby, podmínek vydání a výměny za nové akcie.

Problémem při primární emisi akcií může případ, kdy se aktuální cena akcie na veřejném trhu dostane pod úroveň její nominální hodnoty, což je v rozporu s obchodním zákoníkem, podle kterého nesmí být emisní kurz akcie nižší než jmenovitá hodnota akcií. Logicky by takto společnost ztrácela prodejem každé akcie. Obchodní zákoník proto upravuje dva základní způsoby, pomocí kterých se dá tento nedostatek eliminovat. Jde o kombinované zvýšení základního kapitálu a o souběžné zvýšení a snížení základního kapitálu.

Kombinované zvýšení základního kapitálu[9]

V případě kombinovaného zvýšení základního kapitálu kryje společnost část emisního kurzu z vlastních zdrojů vykázaných v účetní závěrce ve vlastním kapitálu společnosti. Tato část odpovídá rozdílu mezi výší jmenovité hodnoty akcií a aktuálním kurzem na veřejném trhu. Část emisního kurzu, která odpovídá aktuálnímu kurzu, je určena k veřejnému obchodování na trhu.

[8] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 204b.
[9] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 209a.

Souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu[10]

Představuje možnost, kdy společnost může na jedné valné hromadě snížit základní kapitál přizpůsobením jmenovité hodnoty akcií jim odpovídající ceně na veřejném trhu. Zároveň rozhodne o jeho zvýšení upsáním nových akcií. Není tedy nutné svolávat valnou hromadu jak pro rozhodnutí o snížení, tak zvýšení základního kapitálu. O zápisu usnesení valné hromady o souběžném snížení a zvýšení základního kapitálu rozhodne rejstříkový soud jedním usnesením. V obchodním rejstříku budou zapsány obě výše základního kapitálu.

Zvýšení základního kapitálu rozhodnutím představenstva[11]

Je zvláštním případem, kdy lze rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu nahradit rozhodnutím představenstva, pokud je k tomu pověřeno valnou hromadou a pokud to připouští stanovy společnosti. Valná hromada tak může rozhodnout o zmocnění představenstva po dobu nejvýše následujících pěti let zvýšit základní kapitál maximálně o jednu třetinu jeho výše, zapsané v obchodním rejstříku v době tohoto rozhodnutí. Avšak tímto způsobem může představenstvo během pětiletého období zvýšit kapitál i vícekrát. O pověření valné hromady musí být pořízen notářský zápis, do obchodního rejstříku se ale nezapisuje. Velkou výhodou tohoto rozhodnutí je, že představenstvo tak může mnohem pružněji rozhodnout o primární emisi akcií než valná hromada a využít tak příznivé ekonomické situace.

Spolu s rozhodnutím o zvýšení kapitálu je v případě veřejné nabídky ještě nutné, aby valná hromada vyloučila přednostní právo akcionáře na upsání akcií. Dle tohoto práva je pří zvyšování základního kapitálu stávajícím akcionářům umožněn přednostní nákup akcií a zachovat tak svůj podíl na základním kapitálu. Avšak ani zákony ani stanovy společnosti toto vyloučení neuvádějí. Ustanovení obchodního zákoníku[12] ale připouští možnost vyloučení tohoto práva rozhodnutím valné hromady. Aby mohla valná hromada vyloučit předností právo, musí k němu představenstvo společnosti předložit písemný návrh s uvedením důvodů.

[10] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 216c.
[11] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 210.
[12] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 204a odst. 5.

5.2.6. Příprava prospektu

Prospekt

Prospekt představuje souhrn veškerých informací, které jsou pro potencionální investory nutné z hlediska posouzení nabízených akcií, finanční situace emitenta, zisků, ztrát, majetku a budoucího očekávání. Prospekt musí obsahovat pravdivé informace a nesmí být příliš zjednodušen, což by mohlo vést ke zkreslení skutečnosti. Sestavení prospektu je nejdůležitějším a časově nejnáročnějším úkonem celého procesu IPO, je vyžadován zákonem v podobě, vyhovující legislativě[13].

V České republice byly minimální informace, které musí prospekt obsahovat, stanoveny ve vyhlášce Ministerstva financí č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího cenného papíru. Tato vyhláška byla zrušena 8.3.2006 a její platnost nahradilo nařízení komise Evropského společenství[14]. Další informace může pro přijetí emise požadovat i organizátor veřejného trhu nebo jsou další informace přímo nutné k přesnému posouzení cenného papíru.

Na žádost emitenta je možné zúžit obsah prospektu o informace, které nejsou podstatné pro posouzení situace emitenta, popřípadě informace, jejichž uveřejnění by mohlo poškodit zájmy emitenta. Výsledný užší prospekt je dostačující pro sekundární veřejnou nabídku, avšak v případě prvotní veřejné nabídky akcií je nutné sestavit plný prospekt. Kromě veřejné nabídky je totiž použit i pro účely žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na veřejném trhu.

Určení prospektu širokému okruhu investorů vyžaduje jeho zpracování v českém, případně anglickém jazyce, pokud je to v zájmu investorů. Avšak i když je prospekt sestaven v anglickém jazyce, musí být vždy k němu zhotoveno shrnutí v českém jazyce.

Sestavování prospektu

Základním zdrojem prospektu jsou podklady, vyhodnocené z due diligence. Právní poradce spolu s hlavním manažerem emise pomocí těchto informací sestavuje prospekt dle předem dohodnuté osnovy. Právní náležitosti a rizika, kterým podnik čelí, sestavuje právní poradce, vlastní plány společnosti, využití zdrojů a budoucí strategii společnosti pak definuje interní tým emitenta.

[13] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
[14] Nařízení komise ES č. 809/2004, směrnice o prospektu cenného papíru 2003/71/ES.

Obsah prospektu tvoří:

- údaje o osobách odpovědných za prospekt a ověření účetní závěrky
- údaje o cenných papírech
- údaje o emitentovi

Stručně o obsahu emisního prospektu (12):

Údaje o osobách odpovědných za prospekt a ověření účetní závěrky

Je zde nutné uvést jméno, popřípadě jména a příjmení, datum narození, adresa bydliště nebo místo podnikání auditora a fyzických osob, odpovědných za prospekt. Dále u fyzických osob jejich funkce nebo jsou-li tyto osoby v zaměstnaneckém nebo obdobném vztahu k právnické osobě, uvede se její funkce u této právnické osoby s uvedením obchodní firmy nebo názvu, identifikačního čísla a sídla právnické osoby. U osoby, která odpovídá jen za část prospektu, se uvede část, za kterou tato osoba odpovídá.

U auditora se dále uvede obchodní firma nebo název, sídlo a identifikační čísla auditorských společností, kteří ověřovali účetní závěrky emitenta za poslední 3 účetní období. Údaje se uvedou v rozsahu zápisu v seznamu auditorů nebo seznamu auditorských společností vedeném Komorou auditorů České republiky nebo obdobném seznamu. Jestliže auditor vydal jiný výrok než výrok “bez výhrad“, musí být k prospektu přiložena i zpráva o auditu. V případě, že byly auditorem ověřeny též jiné části prospektu, uvede se i tato skutečnost.

Dále zde musí být uvedeno čestné prohlášení a podpisy výše zmíněných osob, že údaje uvedené v prospektu nebo jeho části odpovídají skutečnosti a žádné podstatné okolnosti, které by mohly ovlivnit přesné a správné posouzení emitenta a jím vydaných cenných papírů, nebyly vynechány, a prohlášení a podpisy, že účetní závěrky za poslední 3 účetní období byly ověřeny auditorem a že výrok auditora uvedený v prospektu odpovídá skutečnosti.

Údaje o cenných papírech

Z údajů vztahujících se na všechny cenné papíry jsou zde stručně uvedeny základní údaje, které je nutné v prospektu obsáhnout:

Údaj o právním základu pro vydání emise cenných papírů, druh, forma, podoba a počet kusů cenných papírů, připojené kupóny, identifikační označení cenných papírů (ISIN), pokud bylo nebo má být přiděleno, celková jmenovitá hodnota emise a jmenovitá hodnota cenného papíru, způsob zdaňování výnosů z cenných papírů ve státu, kde má emitent sídlo, popřípadě ve kterém mají být cenné papíry přijaty k obchodování, jestliže je emitent plátcem daně sražené z výnosů cenných papírů, uvede se v prospektu tato skutečnost, způsob převodu cenných papírů, názvy regulovaných trhů, na kterých bylo nebo bude požádáno o přijetí cenných papírů k obchodování, název a sídlo banky nebo finanční instituce, jejímž prostřednictvím mohou vlastníci cenných papírů vykonávat svá vlastnická práva, označení jednotlivých částí emise, emisní kurz nebo kupní cena cenných papírů a způsob jejich placení, způsob výkonu práva na výměnu za cenný papír nebo přednostního práva na upisování cenných papírů, informace o postupu při úpisu nebo veřejné nabídce cenných papírů, s uvedením lhůt pro upisování, obchodní firma nebo název nebo jméno, popřípadě jména a příjmení, adresa sídla nebo bydliště a předmět činnosti osob, které upisují celou emisi cenných papírů, čistý výnos emise pro emitenta spolu s uvedením účelu použití takto získaných prostředků.

Vyhláška upravuje další náležitosti zvlášť pro akcie a dluhopisy, které je dále nutné uvést k předchozím údajům.

Údaje o emitentovi

Emitent je povinen uvést základní údaje, název, sídlo a identifikační číslo, datum založení, právní předpis, podle kterého byl emitent založen a další administrativní náležitosti včetně míst k jejich nahlédnutí.

Další skupina se týká základního kapitálu společnosti, emitent musí do prospektu uvést především výši upsaného základního kapitálu, počet a druh účastnických cenných papírů nebo podílů, do kterých je základní kapitál rozložen či počet, účetní hodnotu a jmenovitou hodnotu vlastních účastnických cenných papírů.

Podle následující části je emitent povinen uvést údaje o hlavních oblastech činnosti s uvedením hlavních druhů výrobků a služeb, údaje o tržbách a další údaje,

související s podnikáním emitenta. Značná část se také zabývá majetkem, závazky, finanční situaci, ziskem či ztrátami emitenta, údaji o statutárních a dozorčích orgánech a vedoucích pracovnících a údaji o aktuálním vývoji činnosti emitenta a jeho dalších vyhlídkách.

V souvislosti s rozhodováním investorů je důležité především uvést rizikové faktory, související s činností podnikání emitenta, seznam účetních závěrek, vybrané finanční ukazatele a účel využití zdrojů získaných emisí akcií.

Proces schvalování prospektu

Po dokončení prospektu je jeho finální podoba spolu se žádostí o jeho schválení zaslána ČNB, případně i se vzorovým výtiskem listinného cenného papíru, pokud budou akcie vydány v listinné podobě. V žádosti musí být dále uvedeny veřejné trhy, na kterých bude podána žádost o přijetí, a oznámení o učinění veřejné nabídky. Schvalování prospektu bylo v pravomoci Komise pro cenné papíry, avšak v rámci integrace dohledu nad finančním trhem do České národní banky (ČNB) ukončila Komise pro cenné papíry svoji činnost, ve které od 1.4.2006 pokračuje ČNB.

Pokud nejsou známé některé údaje, které mají být součástí prospektu, může ČNB schválit prospekt i bez těchto údajů. Tento předběžný prospekt musí ale obsahovat informace, jak budou chybějící údaje doplněny. Chybějící informace musejí být nejpozději do uveřejnění prospektu oznámeny ČNB a doplněny a uveřejněny v konečném prospektu. Zejména se jedná o údaje o emisním kurzu, který je možné stanovit až po zjištění zájmu investorů, popřípadě po zápisu rozhodnutí valné hromady do obchodního rejstříku, celkový objem a rozdělení mezi upisovatele, atd. Místo emisního kurzu musí předběžný prospekt obsahovat maximální prodejní cenu a způsob určení ceny.

ČNB kontroluje pouze správnost a úplnost údajů, vyžadovaných zákonem a nařízením Komise ES. Nekontroluje zda jsou uvedené informace přesné a vycházejí ze skutečnosti a zda prospekt obsahuje údaje požadované organizátorem veřejného trhu. ČNB rozhodne o schválení prospektu ve lhůtě 20 dnů (resp. 15 dnů v případě užšího prospektu) od doručení žádosti. Pokud neodešle své rozhodnutí po uplynutí této doby, považuje se prospekt za schválený. Jestliže prospekt neobsahuje některé náležitosti

vyžadované zákonem, vyzve ČNB emitenta k nápravě ve lhůtě 30 dnů od doručení výzvy.

Prospekt nemusí být ČNB schválen, pokud:

- ani po doplnění neobsahuje veškeré informace, požadované zákonem,
- nebyla předložena vyžádaná doplňující zpráva auditora,
- vzorový výtisk listinného cenného papíru nebyl v souladu se zákonem, v případě že budou akcie vydány v listinné podobě

Pokud nedojde ke schváleni prospektu, je možné vydat opravný prostředek, o kterém bude rozhodnuto 30 dnů ode dne doručení. Jestliže v dané lhůtě nedojde k rozhodnutí, je možné obrátit se soudního rozhodnutí. Prospekt nesmí být uveřejněn před svým schválením ČNB.

Uveřejnění prospektu

Prospekt musí být uveřejněn v plném znění do šesti měsíců od jeho schválení ČNB, jinak pozbývá platnosti. Je přitom na emitentovi, jaký způsob distribuce zvolí. Může to být buď ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku nebo formou brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta, sídle organizátora veřejného trhu, na kterém bude cenný papír obchodován, případně v sídle administrátora či aranžéra emise nebo na internetových stránkách emitenta, manažera emise a nebo na stránkách organizátora veřejného trhu. Zvolený způsob uveřejnění musí být uveden v Obchodním věstníku.

Emitent však musí brát v úvahu, jaký okruh investorů osloví zvoleným způsobem uveřejnění a také že stejným způsobem musí zveřejnit i případný dodatek k prospektu. Dodatek prospektu vypracovává emitent v případě, že před přijetím cenných papírů k obchodování dojde k významné změně skutečností, uvedených v prospektu. Tento dodatek musí být schválen ČNB. Emitent proto musí dobře zvolit způsob distribuce potencionálním investorům, v opačném případě může dojít ke zbytečnému vynaložení značných nákladů.

5.2.7. Žádost o přidělení čísla ISIN

Společně se žádostí o schválení prospektu je třeba, aby emitující společnost požádala ČNB o přidělení registračního čísla ISIN. ISIN (angl. *International Securities Identification Number*) je zkratkou pro mezinárodní identifikační číslo cenného papíru, které je přiděleno za účely jeho obchodování. Jedná se o dvanáctimístný alfanumerický kód, který musí být součástí prospektu a je jednou z emisních podmínek. Všechny cenné papíry v rámci jedné emise mají společný ISIN, který je jedinečný a umožňuje jejich rozlišení.

5.2.8. Žádost o přijetí cenného papíru k obchodování

Manažer emise společně s právními poradci připraví úvodní žádost o přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu, kterou doručí organizátorovi veřejného trhu souběžně s procesem schvalování prospektu ČNB. Žádost by měla obsahovat harmonogram emise, potvrzení o zahájení přípravy prospektu ke schválení ČNB, vymezení použití poukázek na akcie a žádost o podmínečné schválení přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu.

Schválení emitenta pro veřejný trh provádí výbor pro kotaci. Na rozdíl od ČNB, výbor kontroluje i přesnost a důvěryhodnost veškerých informací a také jestli ČNB schválila prospekt a ten byl řádně uveřejněn. Výbor rozhodne do třiceti dnů ode dne doručení žádosti. K zamítnutí žádosti emitující společnosti může dojít, pokud výbor shledá informace v prospektu zkreslujícími, což by mohlo investorskou veřejnost vystavit riziku.

Dosud se emitující společnost zabývala plněním především zákonných a burzovních podmínek, kterých je potřeba pro ochranu investorů a zaručení obchodovatelnosti vlastních akcií. Po splnění veškerých podmínek nutných k přijetí emise na veřejný trh a jejich následnému schválení přejde emitent k další fázi, a sice celou vlastní emisi a program společnosti představit potencionálním investorům a přesvědčit je ke koupi. Management emitující společnosti spolu s hlavním manažerem

emise a poradcem pro vztahy s investory a veřejností za tímto účelem připravují prezentace pro představení vlastní emise. Z hledisek, která ovlivňují výnosnost celé emise, se jedná o velmi důležitý krok a pro emitující společnost je nezbytné se na něj velmi dobře připravit.

5.2.9. Investiční příběh

Jelikož investoři preferují společnost s jasně definovanými cíli, je velmi důležité pečlivě přepravit tzv. *investiční příběh*. Jedná se o předvedení budoucí strategie společnosti, formulované pomocí klasických marketingových zásad. Společnost takto představuje plán uvedení nového produktu na trh, rozšíření svého trhu či výrobních aktivit. Formou mediální kampaně potom společnost představuje svůj investiční příběh potencionálním investorům. Investiční příběh je základní částí prezentací a jeho přesvědčivost a propracovanost je proto velmi důležitá.

5.2.10. Road show

Road show je anglický výraz pro harmonogram prezentací emitující společnosti významnější části investorů. Po skončení přípravy investičního příběhu a prezentace o společnosti vedoucí manažer, poradce pro vztahy s investory a vyškolení představitele společnosti, zpravidla výkonného a finančního ředitele společně sjednají spolu s investory časový plán, během kterého dojde ke skupinovému setkání a samostatným rozhovorům jak s tuzemskými, tak zahraničními investory.

Vzhledem k povaze samotných setkání je kromě zajištění marketingové podpory emise umožněno získat také zpětnou vazbu, v podobě jejich představ o samotné ceně akcií, což potom zohlední ve výši emisního kurzu.

Během samotné road show začíná upisovací období. Emitující společnost spolu s manažerem emise vzájemně podepisují smlouvu o upsání předpokládaného počtu akcií (angl. *underwriting agreement*).

5.2.11. Určení emisního kurzu

Určení emisního kurzu, tedy ceny, za kterou jsou akcie emitující společností nabízeny veřejnosti, je jedním ze zásadních aspektů emise a jeho přesnost se zobrazí v zájmu investorů a výnosnosti celé emise.

V první fázi se jedná o předběžné ocenění emitenta na základě mnoha standardních oceňovacích technik. Především je to metoda diskontovaného cash flow, případně u mladších společností srovnávací analýza podle hodnocení obdobných podniků, již na burze obchodovaných, kde je zisk připadající na jeden kus akcie porovnáván s ukazatelem P/E srovnávané společnosti. Dalšími ukazateli mohou také být poměr tržní ceny a hodnoty ackie (market-to-book ratio) nebo poměr tržní kapitalizace (price-sales).

Konečné určení emisního kurzu se zpravidla provádí následujícími metodami (14):

- **Prodej za fixní cenu**

  Pokud se společnost rozhodne pro tuto metodu, pak společně s manažerem emise na předem stanoví, za jakou cenu budou akcie společnosti nabízeny veřejnosti. Výhodou této metody jsou především nižší náklady, protože není nutné získávat názory na cenu od investorů při road show a celkově celé provedení metody je mnohem méně náročné.

  Avšak fixní cena sebou přináší i značné riziko, neboť v případě IPO, kdy se akcie ještě neobchodují na sekundárním trhu je velmi obtížné stanovit přesnou částku, za kterou se budou akci nabízet. Pokud dojde k chybnému nastavení cenové hladiny, pak mohou v zásadě nastat dvě negativní situace, a sice že cena nabídky bude příliš vysoká nebo nízká. V případě vysokého nastavení se cena neshoduje očekáváním investorů a jejich zájem o akcie je mnohem nižší, což v konečném důsledku znamená značnou ztrátu pro emitující společnost. Pokud je cena nastavena příliš nízko, pak zájem investorů mnohem převyšuje množství nabízených akcií, náklady společnosti takto přímo sice nevzniknou, avšak společnost přesto nákladům čelí, protože každou akcii

prodává za nižší cenu, než je její skutečná. Rozdíl mezi prodejní a tržní cenou pak představuje nepřímé náklady společnosti.

Vzhledem k tomu, že správné stanovení ceny je velmi obtížné a důsledky plynoucí z případné chyby jsou příliš nákladné, je tato metoda ve srovnaní s ostatními používána mnohem méně.

- **Aukce**

  Další z možností zjištění emisního kurzu je formou aukce. Tedy stanovení na základě poptávky investorů. Hlavními typy dnes používaných druhů aukcí jsou americká a holandská aukce. Při americké aukci si emitující společnost zajistí od každého z hlavních investorů nabídky na množství akcií a jejich nabízenou cenu. Následně seřadí nabídky investorů sestupně dle ceny. Emitent dále postupuje podle seznamu od největší nabídky tak, že každému připočte požadované množství akcií a u investora, u něhož by došlo k vyčerpání množství nabízených akcií, se použije jeho nabídkové ceny a ta se stanoví jako finální prodejní cena. Veškeré nižší nabídky zůstanou neuspokojeny. V případě holandské aukce jde o stejný princip, avšak nestanovuje se konečná cena, ale každému z investorů jsou prodány akcie dle jeho nabídky, což značně omezuje negativa z možného podhodnocení emisního kurzu.

  Stejně jako prodej za fixní cenu i prodej prostřednictvím aukce je v současnosti méně používanou metodu, především z důvodu celosvětové převahy bookbuildingu.

- **Bookbuilding**

  Bookbuilding je anglickým označením pro proces, při němž se vytvářejí, zajišťují a zaznamenávají požadavky investorů na nákup akcií za účelem zajištění účinného podkladu pro zjištění nabídkové ceny. Základem je sestavení nabídkové knihy investorů, což je důvod, proč se tato metoda nazývá bookbuilding. Subjekt, který se vede knihu a zapisuje nabídky se nazývá bookrunner a je jím zpravidla pověřena investiční banka, může to být buď přímo manažer emise či případně jeho organizační složka. Bookbuilding se začal rozvíjet během devadesátých let minulého století a stal se běžnou praxí na

rozvinutých trzích a postupně proniká i na rozvíjející trhy, čímž se stává celosvětově nejpoužívanější metodou pro určení emisního kurzu.

Proces samotného bookbuildingu je následující. Nejprve je manažerem emise určen okruh investorů, jejichž nabídky budou součástí knihy. Za tímto účelem jsou vybrání pouze hlavní, zpravidla institucionální investoři, kteří mají již zkušenosti s investováním do cenných papírů tohoto charakteru a jsou schopni objektivně ohodnotit reálnou cenu akcií. Vylučují se drobní investoři, jimž se pozdější rezervuje určité procento z celé emise.

Jakmile je manažerem emise vybrán okruh investorů, jsou jim rozeslány pozvánky, na jejichž základě mohou sdělit počet kusů a odpovídající cenu za akcii. Bookrunner tato data zpracuje a vytvoří knihu nabídek investorů. Manažer emise a emitující společnost takto získají zdroj dat, která umožňují poměrně přesné stanovení poptávky a tedy i nabídkové ceny.

Avšak samotná poptávka a data poskytnutá investory nejsou směrodatná při stanovování nabídkové ceny. Konečné rozhodnutí je především na manažerovi emise, který se nemusí rozhodovat pouze na základě poptávky, ale záleží také na jeho zkušenostech a know-how z oboru IPO. Stejně tak se rozhoduje i o konečném rozdělení akcií mezi investory, které může být také ovlivněno i mnohými nefinančními kritérii.

Jelikož nabídky investorů mají za účelem bookbuildingu především informativní charakter, kniha není zavazující, její data nepodléhají uveřejnění, protože nabídky nejsou podávány v rámci trhu a jsou tedy naprosto diskrétní a důvěrné pouze manažerovi emise a emitující společnosti. Pouze po uzavření konečné nabídkové ceny je investorům, kteří se podíleli na bookbuildingu umožněno potvrdit zájem o jejich nabídku. Nevýhodou této metody je právě netransparentní proces rozhodování o emisním kurzu v pravomoci manažera emise.

Emisní kurz bývá podhodnocován, jednak z důvodu získání investorů, jednak kvůli nahrazení nedostatku informací (např. analýza historického vývoje kurzu). Po tomto předběžném ocenění vedoucí manažer zpravidla připraví úvodní žádost o přijetí akcií k obchodování a doručí ji organizátorovi veřejného trhu.

Jakmile je známý emisní kurz a konečné množství nabízených akcií, případně struktura investorů, jsou tato data zveřejněna nebo zapracována do konečného prospektu oznámena ČNB a posléze odeslána všem investorům nebo zveřejněna na určeném místě. Je ukončeno upisovací období a zpravidla následuje samotný úpis akcií manažerem emise. Investoři jsou obeznámeni o míře uspokojení jednotlivých potvrzených objednávek, případně jejich krácení či zamítnutí, a připraví platební instrukce k finančnímu vypořádání v předem určený den po uzavření objednávek.

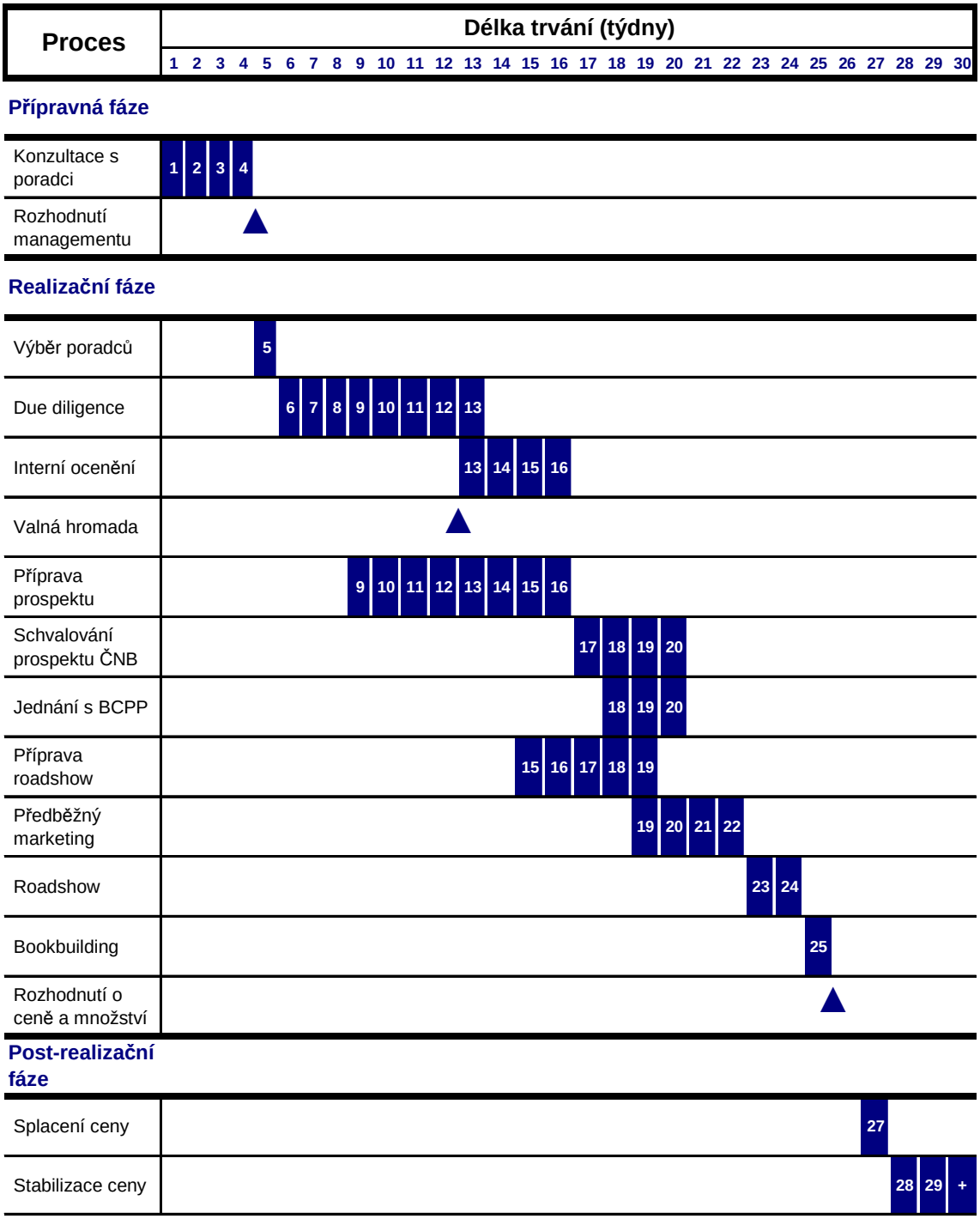
Dalším krokem je tzv. **druhý zápis**. Jedná se o zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku, odpovídající původní výši a nominální hodnotě nově emitovaných akcií. Podat návrh na zápis je povinností představenstvo emitující společnosti, a to po splacení alespoň 30 % jmenovité hodnoty nově vydaných akcií včetně emisního ážia[15], avšak za účelem veřejné nabídky akcií je pro emitující společnost nejvhodnější, aby valná hromada nebo případně představenstvo spolu rozhodnutím o zvýšení kapitálu primární emisí akcií rozhodla i o povinnosti splatit celý emisní kurz akcií. Rejstříkový soud je povinen rozhodnout a uskutečnit zápis o zvýšení do tří pracovních dnů od doručení žádosti. Před samotným zápisem má emitující společnost možnost vydání poukázek na akcie[16].

Po splnění veškerých dosud uvedených procesů je již možné na základě žádosti k přijetí cenného papíru k obchodování s akciemi na burze volně nakládat. Emitent získává zdroje ve formě emisní ceny, snížené o odměnu manažera a ostatní související náklady, a investor nástroj ke zhodnocení vlastních volných zdrojů.

Následující obrázek zobrazuje příklad časového harmonogramu celého procesu IPO u společnosti, která má ke dni započetí tohoto harmonogramu transparentní strukturu a vede účetnictví dle mezinárodních standardů.

[15] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 206 odst. 1.
[16] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 204b.

Obr. 1. *Příklad harmonogramu IPO (4)*



5.3. Post-realizační fáze

Po samotné realizaci úpisu následují ještě úkoly spojené se stabilizací kurzu akcií na sekundárním trhu, což je jednou z posledních úloh manažera emise. Důvodem stabilizace kurzu emitovaných akcií je především ochrana investorů, kteří by případným náhlým poklesem mohli přijít ke značné ztrátě. Na emitující společnost samotnou nemá po finanční stránce pokles kurzu velký vliv, neboť se jedná o akcie již prodávané na sekundárním trhu, tedy zisk z jejich prodeje plyne současným akcionářům. Avšak pokles hodnoty vrhá negativní pohled na společnost a případně znesnadňuje následné emise SEO.

Stabilizace je možné docílit především pomocí **opce navýšení** (angl. *overallotment option*, případně *greenshoe option*), která představuje právo na prodej dodatečného množství akcií, většinou o velikosti do 15 % z celkového objemu, nebo případným předem ujednaným zákazem prodeje.

Princip opce navýšení je, že manažer emise prodá větší množství akcií, přičemž se opcí a smlouvou s některými z akcionářů ocitá v tzv. krátké pozici. Dále potom závisí na situaci na trhu a na střetu nabídky a poptávky po akciích z dané emise a z toho vyplývající ceny. Pokud zájem o akcie opadává, snižuje se poptávka, což způsobuje pokles ceny. V rámci opce tedy vedoucí manažer vykoupí část akcií zpět, čímž sníží množství obchodovaných akcií na sekundárním trhu. Snížením této nabídky cena opět vzroste. Opce navýšení v tomto případě bude využita jen částečně nebo vůbec. Pokud je poptávka silná a cena nadále roste, není třeba akcie zpětně vykupovat a opce navýšení bude využita v plném rozsahu. Opce je zpravidla ujednaná na dobu třiceti dnů od oznámení nabídkové ceny.

V případě zákazu prodeje (angl. *lock-up agreement*) je, že akcionáři, kteří byli vlastníky akcií ještě před veřejnou nabídkou akcií, se vedoucímu manažerovi emise smluvně zaváží, že po určitou dobu od provedení IPO nebudou své akcie nabízet na sekundárním trhu. Výsledkem je, že se na sekundárním trhu obchoduje s menším množstvím akcií, tedy že nabídka je nižší než poptávka, což opět zvyšuje cenu. Období, po které se takto nesmí s akciemi obchodovat trvá zpravidla 180 nebo případně 360 dnů od uskutečnění nabídky.

Následná informační povinnost

Po ukončení úpisu a předání akcií je povinností emitující společnosti nadále poskytovat informace o svém hospodaření, které jsou nutné pro přesné posouzení společnosti a tedy akcií. Přesné náležitosti informačních povinností jsou definovány v zákoně č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, §117a - §121b.

6. IPO v podmínkách českého kapitálového trhu (14)

Český kapitálový trh v moderní historii začíná svoji funkci od transformace české ekonomiky na počátku devadesátých let. Avšak značné množství překážek způsobuje, že zájem českých společností o financování své činnosti prostřednictvím emise akcií je od počátku mizivý. Jaké jsou tedy hlavní důvody, že český kapitálový trh není využíván jako zdroj kapitálu a mnoho společností jej ani za zdroj kapitálu nepovažuje. Nejdříve je nutné uvést podmínky, které jsou pro fungující primární trh nepostradatelné:

- Dostatečné množství společností, které jsou vhodné a ochotné přistoupit k financování formou IPO.
- Dostatečné množství investorů, kteří jsou ochotni zhodnotit své volné zdroje koupí nových akcií.
- Dostatečná regulace trhu a ochrana investorů.
- Existence investičních bank, které mají zkušenosti v oblasti primárních emisí.
- Likvidní a transparentní sekundární trh, na kterém se případně akcie mohou dále zpeněžit.

Avšak situace na českém kapitálovém trhu mnohdy tyto podmínky znemožňovala. Hlavními jevy, které měly zásadní negativními dopad na český kapitálový trh byly následující:

6.1. Kupónová privatizace a úroveň regulace

Jednou z nutností potřebné pro transformaci české ekonomiky byla privatizace dosud státních společností do rukou soukromého sektoru. Za tímto účelem byly vypracovány privatizační projekty. Tyto projekty byly vybírány a schvalovány Ministerstvem privatizace. Jednou z metod, které byly za tímto účelem vybrány, byla tzv. kupónová privatizace.

Principem kupónové privatizace bylo, že každý občan si za jeden tisíc Kčs/Kč mohl koupit tzv. kupónovou knížku, jejímž prostřednictvím si mohl zakoupit akcie společností, které byly předmětem kupónové privatizace. Privatizace probíhala ve dvou vlnách, v letech 1992 až 1994, celkem bylo zprivatizováno 1629 společností o hodnotě 367,5 miliard Kčs/Kč.

Avšak ve stejném období český kapitálový trh trpěl značnými nedokonalostmi, minimální úroveň regulace, netransparentnost, nebyly vytvořeny žádné dostatečné kontrolní mechanismy a absence legislativy, která by ochraňovala investory, způsobily, že došlo k značným zpronevěrám majetku jak privatizovaných společností, tak privatizačních fondů. Stejně tak neexistovaly zákony, které by společnostem nařizovali informativní činnost. Teprve v roce 1998 zahájila svoji činnost Komise pro cenné papíry, která začala dohlížet na kapitálový trh. Do června 2002 prokázala zmizení majetku trestnou činností v hodnotě kolem 50 miliard Kč.

Důsledky těchto skutečností byly následující:

- Vlivem privatizace si společnosti český kapitálový trh začaly spojovat se způsobem, jak změnit vlastnickou strukturu, tedy s prodejem pouze sekundárních akcií a nikoli primárních k získání zdrojů pro podnikání. Společnosti proto nepovažovaly za nutné vytvářet dividendovou politiku. Žádná ze společností nevyužila emisi ke zvýšení kapitálu.
- Vlivem kriminální činností spojené s privatizací, a tedy i obchodováním na kapitálovém trhu, a také absencí zákonů k ochraně investorů řada široké veřejnosti a potencionálních investorů, částečně i potencionálních emitentů, získala značnou nedůvěru vůči kapitálovým trhům. Kapitálový trh prakticky znemožňoval omezení rizik a ochranu investorů.
- Privatizace byla provedena během transformace ekonomiky, nebyl tedy brán ohled ani na aktuální ekonomickou situaci ani na velikosti společností a jejich vhodnost pro emisi. K emisi sekundárních akcií inklinují spíše větší a známé společnosti, což mělo později spolu s povinnou informativní činností za následek, že mnoho společností zpětně své akcie vykoupilo. To z pohledu investorů oslabilo český kapitálový trh.
- Vlivem transformace začaly na český trh, především od roku 1998, vstupovat zahraniční subjekty, které tak mohli získat nové podnikatelské a

investiční příležitosti. Výměnou za vklad vlastních zdrojů tak získávaly vlastnická práva českých společností. Získání kapitálu formou těchto zahraničních investic a případně následných půjček od mateřských společností substituovalo u českých společností možné IPO.

6.2. Překážky legislativního charakteru

Pokud však určitá společnost chtěla na českém kapitálovém trhu provést IPO, prakticky největší překážkou byly z historického hlediska některé nevyhovující právní předpisy, které celý proces značně ztěžovaly či prodlužovaly. Především celková délka zápisu o zvýšení základního kapitálu v obchodním zákoníku[17] či stanovené lhůty v zákoně o cenných papírech[18]. Velkým negativem, které také znevýhodňovalo akcie byla vyšší daňová povinnost, daň z příjmu z kapitálového majetku činila 25 % oproti 15 % dani z úrokových příjmů.

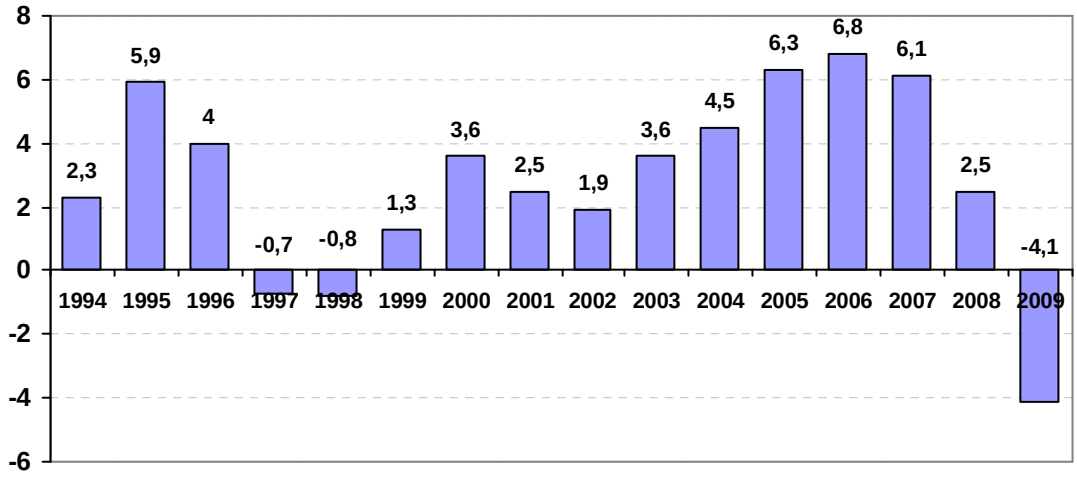
Velkým přínosem pro český kapitálový trh se stal rok 2004 a vstup České republiky do Evropské unie a s tím i související harmonizace české legislativy s evropskou, přijetí zákona o podnikání na kapitálovém trhu[19]. Během roku 2004 také dochází k prvnímu IPO emisí akcií společnosti Zentiva, N.V.

6.3. Ekonomická situace

Jak již bylo uvedeno v kapitole 5.1.1., společnosti přistupují k IPO především v dobách, kdy má celková ekonomika růstovou tendenci. V případě České republiky pak vývoj ekonomiky zobrazuje následující graf.

[17] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.
[18] Zákon č. 519/1992 Sb., o cenných papírech.
[19] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Graf 2. *Vývoj HDP v České republice v letech 1994 – 2009 (v %) (24)*



Z pohledu potencionálního emitenta se tak historicky na českém kapitálovém trhu střídaly dvě situace, které zabraňovaly využití kapitálového trhu jako prostředku k získání zdrojů formou IPO. A sice regrese ekonomiky nebo nedostatečná regulace. Po roku 1994 bylo hospodářství na vzestupu, z hlediska ekonomiky se tedy jednalo o vhodné období pro emisi. Avšak právě nedostatečná ochrana investorů tomu zabraňovala. Během určité postupné nápravy v tomto směru po roce 1997 se však česká ekonomika dostává do recese, což opět znesnadňuje případné primární emise, i přesto, že na světovém trhu v této oblasti dochází k velkému rozvoji. Po roce 2000 se situace české ekonomiky postupně zlepšuje. V roce 2004 je na českém kapitálovém trhu uskutečněna první primární emise, během následné konjunktury v letech 2006 a 2007 uskuteční IPO další čtyři společnosti. Během roku 2007 se však již začíná projevovat nejistota na světových trzích. V následujícím roce je tedy provedena ještě emise společnosti NWR, avšak globální krize zabraňuje dalším společnostem vstoupit na kapitálový trh emisí akcií. Dosud tedy uskutečnilo IPO na českém kapitálovém trhu šest společností, přičemž do příchodu krize měla řada dalších společností o IPO zájem.

7. Prvotní emise akcií společnosti PEGAS NONWOVENS (19)

Dosud uvedené obecnější podmínky prvního vstupu s akciemi na veřejný trh budou nyní konkrétněji předvedeny v podobě postupu emise společnosti PEGAS NONWOVENS SA, uvedené na trh na konci roku 2006.

Společnost PEGAS NONWOVENS je jedním z předních evropských výrobců netkaných textilií, především v oblasti osobní hygieny, dále pak také lékařství, stavebnictví a zemědělství. Společnost je druhým největším evropským výrobcem netkaných textilií typu *spunbond* a *meltblown* a odhaduje se, že její podíl na dodávkách evropským výrobcům produktů pro osobní hygienu je asi 19 %. Skupinu tvoří mateřská společnost v Lucembursku, holdingová společnost v České republice a dále čtyři výrobní společnosti v České republice.

Emitující společnost (18)

Emitentem akcií je společnost PEGAS NONWOVENS SA, založená dle Lucemburského práva jako akciová společnost (*société anonyme*), se sídlem na adrese 68-70, Boulevard de la Pétrusse, L-2320 Lucemburk, Lucembursko. Zapsaná v lucemburském obchodním rejstříku pod číslem B.112.044 dne 18.11.2005. Dřívější název společnosti byl Pamplona PE Holdco 2 SA.

Hlavní činností společnosti PEGAS NONWOVENS SA je držení a správa 100% podílu na základním kapitálu společnosti CEE Enterprise a.s., přičemž hlavní činností společnosti CEE Enterprise a.s. je držení a správa 100% podílu na základním kapitálu společnosti PEGAS NONWOVENS s.r.o.

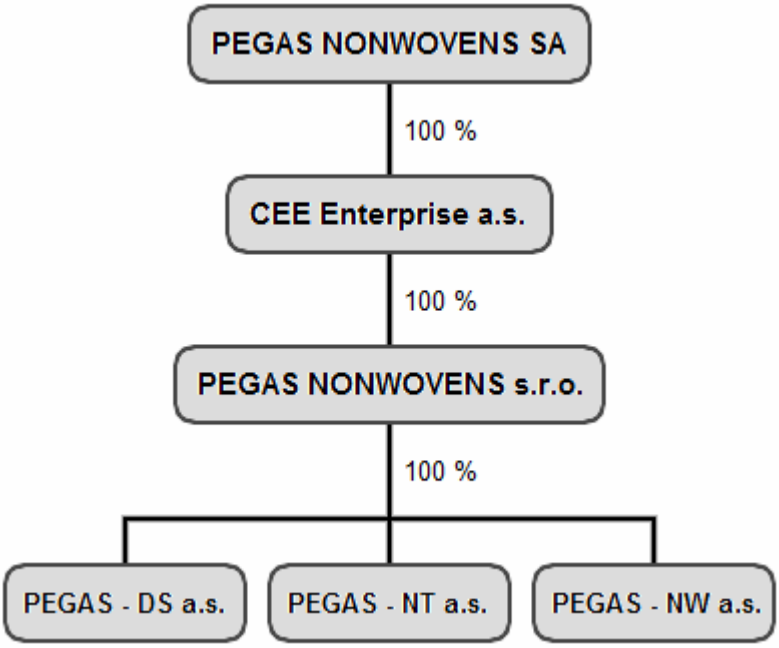
Společnost PEGAS NONWOVENS SA uskutečnila v prosinci 2005 akvizici 100% základního kapitálu a hlasovacích práv společnosti PEGAS a.s. Za účelem zjednodušení realizace této akvizice nabyla CEE Enterprise a.s., akciovou společnost zapsanou v České republice, která naopak získala 100 % podíl na kapitálu společnosti ELK INVESTMENTS s.r.o., zapsanou v České republice, která posloužila jako subjekt pro nabytí společnosti PEGAS a.s. V lednu 2006 nabyl management společnosti podíl

2,5% na základním kapitálu CEE Enterprise a.s., který byl následné vyměněn za 2,5% podíl na kapitálu ve společnosti PEGAS NONWOVENS SA.

V květnu 2006 změnila společnost ELK INVESTMENTS s.r.o. svůj název na PEGAS NONWOVENS s.r.o. a následně byla do této společnosti fúzí sloučena společnost PEGAS a.s. Před uskutečněním sloučení byla jedna akcie společnosti PEGAS a.s. převedena z ELK INVESTMENTS s.r.o. na PEGAS NONWOVENS SA. Po sloučení měla tedy společnost PEGAS NONWOVENS s.r.o. dva společníky, PEGAS NONWOVENS SA vlastnil akcie odpovídající původní společnosti PEGAS a.s. a CEE Enterprise a.s., která nadále vlastnila akcie původní ELK INVESTMENTS s.r.o. V listopadu 2006 byla část podílu vlastněného společností PEGAS NONWOVENS SA převedena na CEE Enterprise a.s., která se tak stala 100% vlastníkem společnosti PEGAS NONWOVENS s.r.o.

PEGAS NONWOVENS s.r.o. (dříve ELK INVESTMENTS s.r.o.) dále vlastní 100 % podíl na kapitálu tři dceřinných společností v České republice, jsou to PEGAS – DS a.s., PEGAS – NT a.s. a PEGAS – NW a.s. Vlastnická struktura společností před provedením emise akcií tedy vypadá následovně.

Obr. 2. *Struktura holdingu společnosti PEGAS NONWOVENS SA před IPO*



Faktory úspěšnosti emise společnosti

Pokud má být emise akcií úspěšná, měla by společnost splňovat podmínky, které jsou nastíněny v kapitole 5.1.1. Tedy především by společnost měla podnikat v oblasti trhu, jenž poskytuje dobré podmínky pro podnikání i rozvoj a u něhož se i nadále dá očekávat budoucí vývoj. Společnost sama by měla být po finanční stránce zdravá a musí vykazovat zisk, nárůst hodnoty akcionářů a udržovat růst i v čase. Velikost emise by měla být taková, aby byla zajištěna její dostatečná likvidita, ideálně alespoň ve výši desítek milionů EUR, a měla by být provedena v době, kdy je ekonomika na vzestupu a očekává se další růst. Jak tedy vypadá situace společnosti, která poprvé vydává akcie a to na českém kapitálovém trhu.

Trh s netkanými textiliemi (10)

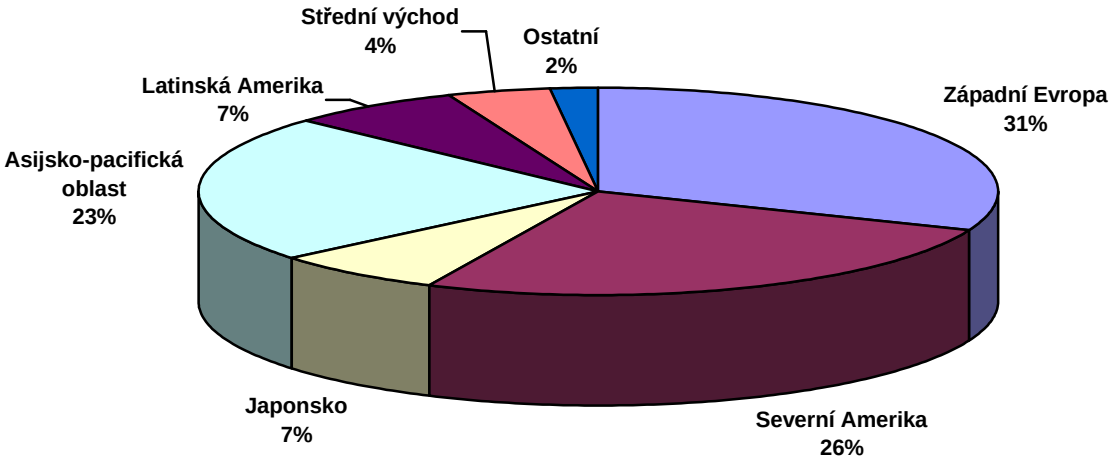
Společnost PEGAS NONWOVENS SA působí v oblasti výroby netkaných textilií. Trh ve kterém působí musí nabízet dostatečný prostor pro vlastní realizaci, a to i s výhledem do budoucnosti, neboť oblast výroby zastaralých a přežitých produktů a technologií by jen stěží získala zájem investorů.

Jak se tedy vyvíjí světový trh netkaných textilií a jaké je jeho využití. Dle následující tabulky, která představuje celosvětovou produkci, je v roce 2004 oproti roku 1994 celkový nárůst produkce asi 7,4 %, což nepředstavuje příliš značný růst. Avšak to bylo do značné míry způsobeno tím, že samotné odvětví bylo v té době poměrně mladé, výroba byla v počátcích a vlastnosti a aplikace dosud nebyly plně využity.

Tab. 2. *Růst světové produkce netkaných textilií v letech 1994 až 2004*

Množství	1994	1999	2004	Nárůst 1994 - 2004 (v %)
Hmotnost (v milionech tun)	2,2	3,2	4,4	+7,4
Cena (v miliardách Amerických dolarů)	9,0	12,6	15,9	+5,9
Velikost (v milionech metrů čtverečních)	49,0	74,0	110,0	+8,4

Graf 3. *Podíl na světové produkci jednotlivých regionů v roce 2004*



Avšak postupné objevování potenciálu netkaných textilií, jakožto moderního materiálu, vede k jejich využití v dalších oblastech průmyslu. Kromě toho i rozšiřování druhů jednotlivých tkanin s rozličnými vlastnostmi a výzkumná činnost s tím spojená umožňuje neustálé rozšiřování aplikací, což mnohonásobně zvyšuje poptávku po netkaných textiliích. V důsledku narůstající poptávky se i v porovnání s dosavadním vývojem rapidně zvyšuje produkce a zrychluje se i meziroční růst. Během období v letech 2004 až 2009 tak vzroste celosvětová produkce téměř o polovinu a i nadále se očekává meziroční růst nejméně o 5 – 7 %.

Tab. 3. *Produkce netkaných textilií v letech 2004 a 2009 v milionech tun*

Region	Produkce (v milionech tun)		Nárůst (v %)
	2004	**2009**	
Severní amerika	1,160	1,54	+32,76
Západní evropa	1,36	1,87	+37,50
Japonsko	0,31	0,39	+25,81
Asijsko-pacifická oblast	1,02	1,72	+68,63
Latinská amerika	0,31	0,43	+38,71
Střední východ	0,18	0,38	+111,11
Ostatní	0,09	0,18	+100,00
Celosvětová produkce	4,43	6,51	+46,95

Využití netkaných textilií je velmi široké, mezi hlavní oblasti, které poptávají jsou:

- Lékařství
- Hygiena
- Filtrace
- Geotextilie
- Ostatní – koberce, automobilový průmysl, izolace, aj.

Vzhledem k širokému uplatnění v různých sférách průmyslu je výroba netkaných textilií mnohem méně náchylná k výkyvům hospodářství než jiné odvětví. Především v oblasti zdravotnictví a hygieny lze již jen těžko tento materiál substituovat jinými výrobky, poptávka po netkaných textiliích se tedy blíží dokonalé elasticitě, což snižuje rizika poklesu výroby v obdobích krize. Spolu se současným růstem a i očekávaným budoucím vývojem lze tedy říci, že podnikání v oblasti netkaných textilií je z hlediska rizika velmi výhodným odvětvím.

Ekonomická situace

Jak již bylo řečeno v kapitole 5.1.1., poptávka po akciích je silně svázaná s vývojem trhu, jeho aktuálním stavem a očekávaným vývojem. Tedy vůle investorů nakoupit akcie je odvozena nejen z množství jejich dostupných volných finančních zdrojů, ale i z hlediska výnosnosti akcií. Dle grafu 2. (str. 56) je potom zřejmé, že od roku 2004 až do roku 2007 bylo české hospodářství skutečně vzrůstající. Toto období tedy bylo pro primární emisi akcií příznivé.

Finanční situace emitující společnosti

Společnost ve zveřejněném období v letech 2003 až 2006 vykazuje trvale stabilní čistý zisk ve výši až dvou desítek milionů EUR. Avšak společnost je do značné míry zadlužená. Celková zadluženost, tedy podíl cizího kapitálu na celkových aktivech, dosahovala v roce 2005 značných 98,7 % a ke 30. červnu 2006 činil tento podíl 94,4 %. Takto vysoká zadluženost je spojena se značným rizikem, vyplývajícím z vysokých

úroků, které mohou společnost značně zatížit, zpomalit její růst a případně může dojít i k zániku z důvodu neschopnosti dostát veškerým závazkům. Kromě toho společnost bude mít nadále již jen těžko přístup k dalšímu cizímu kapitálu. Tato rizika se promítnou i v zájmu investorů a jejich rozhodování je nutné zohlednit, pokud se má celá emise uskutečnit.

Nicméně právě vysoká zadluženost je v tomto případě důvodem, který vede společnost k primární emisi a výtěžek z prodeje akcií má být použit na krytí dluhu společnosti, což opět stabilizuje strukturu jejího kapitálu.

7.1. Proces emise akcií společnosti PEGAS NONWOVENS SA

Výběr poradců

Pro účely prvotní emise akcií zvolila společnost za hlavního manažera emise ING Bank N.V., což je společnost, zabývající se širokým spektrem bankovních a pojišťovacích služeb. Skupina ING je tak schopna uskutečnit značnou část úkolů v rámci jednotlivých poboček či dceřinných společností. Globálním koordinátorem a bookrunnerem IPO je tedy společnost ING Bank, Londýnská pobočka. ING Bank Praha je kotačním agentem primární veřejné nabídky pro Českou republiku. ING Securities SA působí jako listing agent na PSE a WSE. Jako spolupracující co-manažer byla zvolena Česká spořitelna, a.s.

Právním poradcem IPO je Allen & Overy, mezinárodní právní společnost, působící ve všech zemích, kde se plánuje uskutečnit zamýšlená emise.

Audit a konsolidované zprávy byly připraveny společností KPMG Česká republika s.r.o.

Vzhledem k tomu, že ze zákona je nutné uvádět informace o společnosti alespoň v době tří let před emisí, se konsolidované účetní závěrky a historické finanční ukazatele za léta 2003, 2004 a 2005 vztahují ke společnosti PEGAS a.s.

Společnost připravovala své výkazy v souladu s českými účetními standardy. Tyto výkazy byly pro účel prospektu upraveny v souladu s International Financial Reporting Standards (IFRS). Všechny firmy skupiny prezentovali své výkazy v korunách,

s výjimkou společnosti PEGAS NONWOVENS SA, která je prezentuje v EURECH. V souladu s IFRS budou veškeré výkazy přepracovány a prezentovány v EURECH.

Předpokládaná velikost emise a její využití (18)

Základní kapitál společnosti PEGAS NONWOVENS SA činil ke dni vydání prospektu 9.200.056 EUR a byl rozdělen do 7.419.400 akcií o jmenovitě hodnotě 1,24 EUR. Stejně tak i předmětem nabídky budou pouze kmenové akcie o této nominální hodnotě.

Za účelem emise se připravoval prodej až 5.284.250 kusů akcií, které měly být tvořeny dvěmi částmi:

- Až 2.020.000 kusů nových, tedy primárních akcií. Výtěžek z jejich prodeje plynul pouze emitující společnosti.
- Až 3.264.250 kusů stávajících, tedy sekundárních akcií. Toto množství zahrnuje i případných 689.250 kusů akcií opce na nadlimitní úpis, která představuje 15 % objemu emise. Výtěžek z prodeje plyne pouze stávajícím akcionářům.

Účelem primární emise společnosti PEGAS NONWOVENS SA nebylo tedy získat jen další zdroje pro rozvoj společnosti, ale i zhodnotit část podílu, drženého hlavním akcionářem. Záměrem pro využití čistého výtěžku z primárních akcií bylo snížení úvěrového portfolia, splacení mezaninové úvěrové smlouvy od společnosti Nomura International PLC, prioritních kapitálových certifikátů společnosti Pamplona Capital Partners I, LP a úhrady poplatků a nákladů spojených s nabídkou akcií. Podíl sekundárních akcií na celkové velikosti emise tvořil většinu (61,8 % během plánování, 64,1 % po samotné emisi), záměrem tedy byla kombinovaná emise akcií s hlavním cílem zhodnocení zdrojů dosavadního vlastníka.

Předpokládaná maximální cena byla odhadnuta ve výši do 50 EUR za akcii, z toho vyplývající předpokládaný maximální objem z prodeje na základě maximální ceny se dal očekávat do 264.212.500 EUR. Předpokládané upisovací období pak mělo být na konci roku 2006 nebo začátku roku 2007, nejspíše pak 5. prosince 2006 až 14. prosince

2006. Oficiálně bylo datum zahájení obchodování plánováno na 21. prosince 2006. Veškeré tyto údaje byly v době před emisí pouze odhadem nebo plánem, přesné množství akcií a jejich ceny se stanovila až během úpisu.

Akcie byly nabízeny investorům v Polsku a České republice a dále formou neveřejné nabídky několika vybraným mezinárodním institucionálním investorům.

Prodávající akcionář

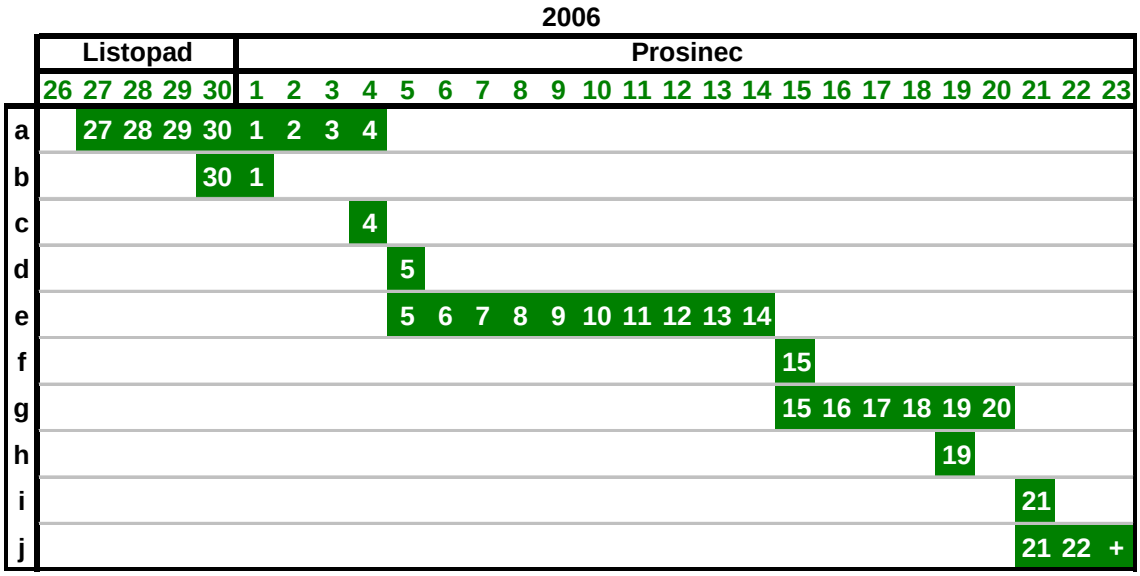
Hlavním vlastníkem společnosti PEGAS NONWOVENS SA před provedením IPO byly britské private equity fondy Pamplona Capital Partners I, LP, který do vydání prospektu vlastnil 97,5 % základního kapitálu. Zbývající 2,5 % jsou ve vlastnictví managementu společnosti PEGAS NONWOVENS SA.

Předpokladem bylo, že i po uskutečnění nabídky bude fond Pamplona Capital Partners nadále vlastnit přibližně 49,4 % podílu na základním kapitálu společnosti PEGAS NONWOVENS SA nebo 42,1 % v případě, že bude opce na nadlimitní úpis vykonána v plném rozsahu.

Závěrečná fáze nabídky akcií

Ke konci listopadu roku 2006 již byla společnost plně připravena podstoupit veškeré kroky k přijetí na burzy. Předběžný prospekt, jehož sestavení bylo nejnáročnějším procesem IPO, byl předán ke schválení lucemburské komisi pro dohled nad finančními trhy (fr. *Commission de Surveillance du Secteur Financier*, zkr. CSSF) a byla odeslána oficiální žádost o přijetí k obchodování výboru pro kotaci na BCPP.

Obr. 3. *Harmonogram závěrečné fáze IPO společnosti PEGAS NONWOVENS SA*



a. Schvalování prospektu.
b. Rozhodování o přijetí akcií k obchodování výborem pro kotaci na BCPP.
c. Zveřejnění prospektu.
d. Oznámení předběžného cenového rozpětí (price range).
e. Upisování akcií a bookbuilding.
f. Nejpozdější termín pro umístění akcií a stanovení nabídkové ceny.
g. Začátek podmíněného obchodování na BCPP.
h. Vypořádání a platba.
i. Doručení akcií.
j. Zahájení oficiálního obchodování na burzách v Praze a ve Varšavě.

Prospekt, schválený dne 4.12. byl ihned uveřejněn. Vzhledem k tomu, že byl vypracován v anglickém jazyce, byly v souladu se zákony spolu s ním uveřejněna i shrnutí v českém a polském jazyce. Zveřejněny byli na stránkách emitující společnosti, jakož i spolupracujícího manažera a ING Bank NV a ING Securities. Dne 5. prosince 2006 bylo za účelem následujícího bookbuildingu zveřejněno přesnější cenové rozpětí o hodnotě 21,5 až 27 EUR za akcii. Na konci bookbuildingu byla oficiální nabídková cena stanovena na 27 EUR (749,20 Kč; 102,33 Zlotých) a konečné množství, které bylo upsáno činilo 4.385.000 akcií, z čehož bylo 2.575.000 sekundárních a 1.810.000 primárních akcií. Termín podmínečného obchodování byl generálním ředitelem BCPP stanoven již na 18.12.

V rámci následné stabilizace ceny dojednal vedoucí manažer emise spolu se společností, prodávajícím akcionářem a některými členy managementu dočasný zákaz prodeje po dobu 180 dnů. Tržní cena dosahovala dostatečné výše, ING Bank tak

uplatnila dne 12. ledna 2007 opci na nadlimitní úpis ohledně 657.750 kusů prodávaných akcií.

Výsledky emise

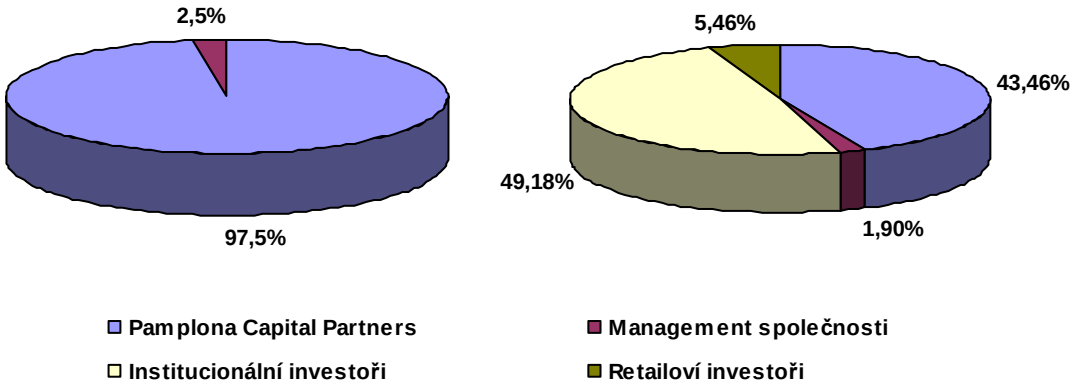
Celkově bylo upsáno 1.810.000 nových akcií a ze stávajících 2.575.000 kusů a dalších 657.750 při opci na nadlimitní úpis, celkem se tedy předmětem nabídky stalo 5.042.750 kusů akcií. Množství akcií základního kapitálu se zvýšil ze 7.419.400 na 9.229.400. Při emisní ceně 27 EUR za akcii činil objem emise 136.154.250 EUR, přičemž hrubý výnos společnosti činil 48.870.000 EUR (1.810.000 kusů akcií x emisní cena) a výnos prodávajícího akcionáře činil 87.284.250 EUR (3.232.750 kusů akcií x emisní cena).

Přesnou výši nákladů na IPO si společnost PEGAS NONWOVENS SA nepřála zveřejnit, orientační výše celkových nákladů dle zdrojů společnosti, tedy jak poplatků upisovatelům tak veškerých ostatních přímých nákladů, přesáhla částku devíti milionů EUR.

Během prvního dne obchodování dosahovaly akcie PEGASU denního maxima ve Spad až k 830 Kč za akcii. Na konci prvního dne obchodování byly ceny uzavřeny na 783 Kč za akcii (asi 28,22 EUR). Oproti emisní ceně tedy hodnota underpricingu dosáhla asi 4,52 %.

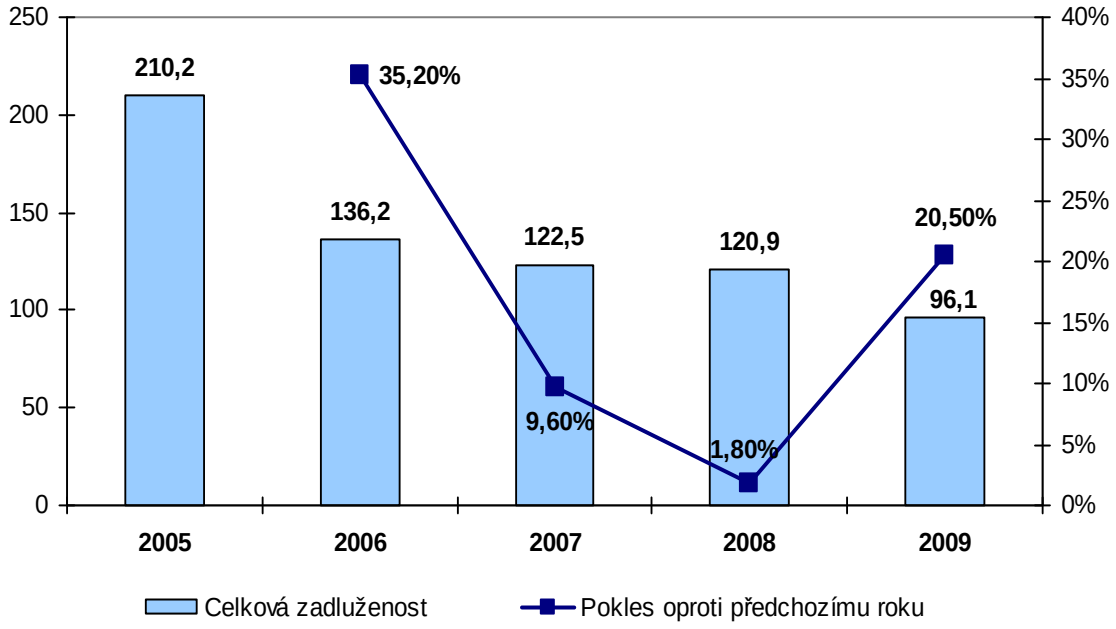
Podíl na kapitálu společnosti PEGAS NONWOVENS SA patřící fondům Pamplona Capital Partners I, LP činil po IPO i nadále 43,5 %. Celkový rozptyl akcií (angl. *free float*), tedy podíl základního kapitálu, který byl nabídnut veřejnosti, činil 54,64 %, přičemž 90 % tohoto množství bylo nabídnuto institucionálním investorům a zbylým 10 % retailovým investorům. Z hlediska množství nabízených akcií se jedná o dosud největší hodnotu free floatu na českém trhu, neboť předmětem emise byla nadpoloviční část celkového kapitálu. Změnu ve struktuře vlastníků zobrazuje následující graf.

Graf 4. *Vlastnická struktura společnosti PEGAS NONWOVENS SA před a po IPO*



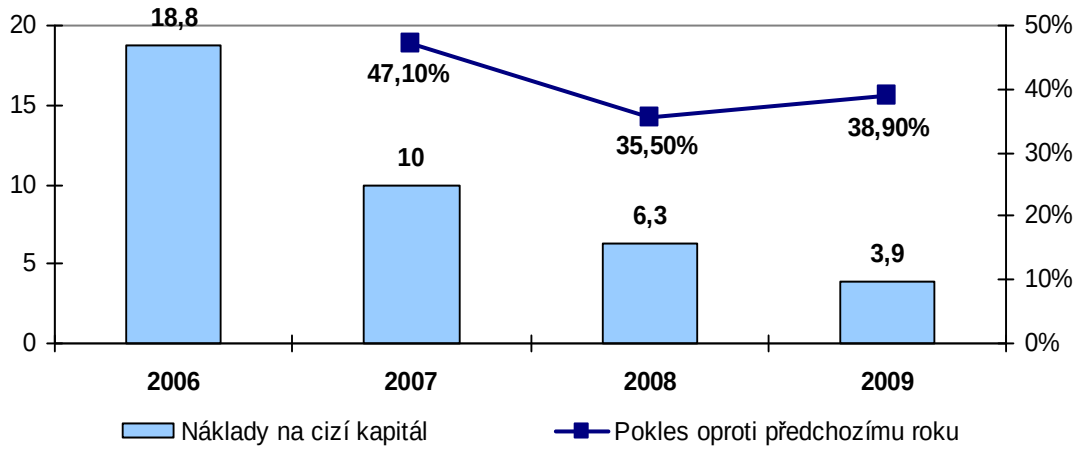
Primární emise společnosti PEGAS NONWOVENS SA byla úspěšná, dostatečně stabilní kurz umožnil i plně uplatnit opci navýšení. Celková poptávka po akciích během IPO přibližně čtyřnásobně převýšila jejich nabídku. Nepřímý náklad představoval underpricing ve výši 4,52 %, což je hodnota na evropských trzích spíše podprůměrná. Jak se tedy IPO projevilo na bilanci společnosti s ohledem na její cíl snížit zadluženost společnosti.

Graf 5. *Celková zadluženost společnosti po IPO v milionech EUR*



Zdroje získané prodejem primárních akcií společnost využila ke krytí dluhu, což se ještě v bilanci za rok 2006 projevilo jako výrazné snížení celkové zadluženosti. Optimalizování kapitálové struktury navíc dopomohlo společnosti k přístupu k dalšímu dluhovému financování a vzhledem k tomu, že riziko věřitelů je díky stabilizaci kapitálu mnohem nižší, snižuje se i cena za cizí kapitál. Tedy i když v dalších letech celková zadluženost klesá spíše jen pozvolna, náklady na cizí kapitál klesají mnohem rychleji, řádově o více než jednu třetinu každým rokem.

Graf 6. *Náklady na cizí kapitál společnosti po IPO v milionech EUR*



8. Prvotní emise akcií společnosti ECM Real Estate Investments (6)

Ještě krátce před společností PEGAS NONWOVENS uskutečnila IPO v témže roce další lucemburská společnost ECM Real Estate Investments, A.G., akciová společnost založená dle lucemburského práva (*Société anonyme*), se sídlem na 9, Rue du Laboratoire, L-1911 Lucemburk, zapsaná v lucemburském obchodním rejstříku pod číslem B65.153.

Předmět podnikání

Společnost ECM Real Estate Investments je holdingovou společností skupiny, která se zabývá developerskou a investiční činností v oblasti nemovitostí. Hlavní činností je projektování a výstavba komerčních a rezidenčních nemovitostí se zaměřením především na trhy České republiky a Ruska. Skupina dále investuje do nemovitostí a zabývá se facility managementem komerčních a rezidenčních nemovitostí v České republice, investicemi do různých segmentů v oblasti nemovitostí, včetně oblasti kancelářských prostor, maloobchodu, hotelů a rezidenčních staveb. Skupina dále zvažovala investice investice do skladovacích, logistických a výrobních prostor pro lehký průmysl a také rozšíření svých aktivit i do dalších zemí střední a východní Evropy.

Předmět nabídky akcií

Základní kapitál společnosti ECM Real Estate Investments byl před emisí rozdělen na 2.460.000 kusů akcií. Celkem je předmětem nabídky 1.717.530 kusů akcií, z čehož 315.030 kusů jsou akcie sekundární, prodávané stávajícím akcionářem, a 1.402.500 kusů jsou nově vydané akcie, včetně 127.500 kusů akcií opce na nadlimitní úpis, které tak představují 10 % množství nabízených primárních akcií. Celkový základní kapitál po emisi vzroste asi o 51,8 %, respektive o 57 % při uplatnění opce na nadlimitní úpis. Celkový podíl základního kapitálu, který je určen k obchodování, tedy celkový rozptyl akcií, dosahuje cca. 42,57 %, respektive 44,47 %.

Emise společnosti je tedy kombinovaná, kdy výtěžek z prodeje sekundárních akcií připadne prodávajícímu akcionáři a výtěžek z prodeje primárních akcií připadne emitující společnosti, přičemž podíl primárních akcií na celé emisi přesahuje 80 %, lze tedy říci, že hlavním cílem IPO společnosti ECM Real Estate Investments bylo získání zdrojů pro rozvoj společnosti.

Cílem společnosti bylo po odečtení nákladů za emisi získat až 60 milionů EUR. Výtěžek z prodeje měl být využit k financování druhé splátky v rámci reverzního obchodu, refinancování části stávajícího dluhu, financování odložených plateb za zpětné odkoupení 18 % svého základního kapitálu, aj. Hlavním využitím zdrojů bylo tedy snížení zadluženosti.

Plánem společnosti bylo uvést své akcie na veřejném trhu v České republice, s předpokládaným počátkem podmíněného obchodování dne 7. prosince 2006 a řádným obchodováním dne 11.12. Při maximální předběžně stanovené ceně do 55 EUR za akcii by celkový objem emise přesáhl 94 milionů EUR. Stávající akcionář by tak získal až 17.326.650 EUR a emitující společnost 70.125.000 až 77.137.500 EUR.

Prodávající akcionář

Společnost ECM Group N.V. vlastnila k datu vydání prospektu 100 % podíl na základním kapitálu společnosti ECM Real Estate Investments. Hlavním akcionářem je pan Milan Janků, který k datu vydání prospektu vlastní 100 % podíl společnosti ECM Group N.V. IPO tedy dosavadní vlastníci využívají k odprodeji a zhodnocení cca. 12,8 % části ze svého podílu na kapitálu emitující společnosti, přičemž i nadále zůstane majoritním vlastníkem s držením 57,43 % akcií nebo 55,53 % v případě, že bude opce na nadlimitní úpis vykonána v plném rozsahu.

Výběr poradců

Výhradním globálním koordinátorem, bookrunnerem a vedoucím manažerem byla společnost CA IB. Spoluvedoucím manažerem pak byla Erste Bank, pozici kotačního a prodejního agenta zastávala společnost HVB Bank Czech Republic a.s. Prodejními

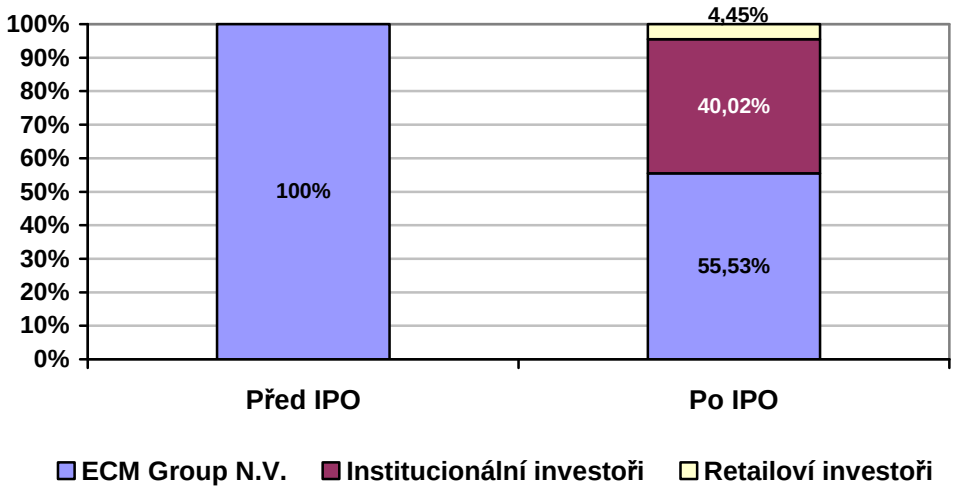
agenty byly Česká spořitelna, a.s. a brokerjet České spořitelny, a.s. Právní poradce, který se podílel na IPO byla společnost Linklaters, v.o.s.

Výsledky emise

Přijetí k podmínečnému obchodování na BCPP proběhlo dne 7.12.2006. Konečný emisní kurz byl stanoven den před obchodováním a sice na 47 EUR za akcii. Celkové množství prodaných akcií včetně opce na nadlimitní úpis byl 1.717.530 kusů, celkový objem emise tedy činil 80.723.910 EUR. Celkové přímé náklady dosáhly přibližně 5.536.196 EUR, tedy asi 6,86 % z objemu emise. Hrubý výnos hlavního akcionáře byl tedy 14.806.410 EUR a hrubý výnos emitující společnosti byl 65.917.500 EUR. Společnost ECM si nepřála uveřejnit přesnou výši nákladů, orientační výše čistého výnosu emitující společnosti je tedy asi 61 milionů EUR.

Celkový rozptyl akcií mezi investory je 44,47 %, přičemž 90 % veřejné nabídky bylo rozděleno mezi institucionální investory a 10 % mezi retailové investory. Změnu ve vlastnické struktuře na kapitálu společnosti ECM zobrazuje následující graf.

Graf 7. *Změna majetkové struktury společnosti ECM Real Estate Investments*



Společnost úspěšně odprodala veškeré akcie, přičemž nabídku během úpisu překročila poptávka institucionálních investorů přibližně sedmkrát a retailových

investorů asi čtyřikrát. Underpricing dosáhl na konci prvního dne obchodování 11,7 %, což je relativně vysoká hodnota. V dosavadní historii českého kapitálového trhu nejvyšší, což se odráží i v ušlém zisku v podobě nepřímých nákladů.

V rámci následné stabilizace kurzu byl dojednán dočasný zákaz prodeje, a sice 180 dnů ode dne realizace IPO. Kurz dosahoval po IPO dostatečné výše, proto mohl vedoucí manažer uplatnit opci navýšení v plné výši.

9. Prvotní emise akcií společnosti AAA Auto Group (2)

Další ze společností, které provedly IPO na českém kapitálovém trhu, byla nizozemská společnost AAA Auto Group N.V., veřejně obchodovaná společnost s ručením omezeným se sídlem na adrese De Boelelaan 7, 1083 HJ, Amsterdam, zapsaná v nizozemském obchodním rejstříku pod číslem 34199203.

Předmět podnikání

Společnost se zabývá maloobchodním prodejem ojetých automobilů a finančními službami souvisejícími s prodejem motorových vozidel. Z původní základny v České republice a Slovenské republice postupně rozšířila své působení na trhy střední a východní Evropy. Dle studie společnosti Ernst & Young se společnost AAA Auto v roce 2007 dostala do první desítky největších distributorů automobilů v Evropě.

Prodej automobilů, jako předmětu dlouhodobé spotřeby, s sebou přináší rizika v podobě poklesu poptávky v době nižší hospodářské výkonnosti trhu. Méně elastická poptávka tak může způsobit velké výkyvy ve výnosnosti společnosti. Prodej automobilů je tedy ohrožen jistou sezónností a s ohledem na to lze očekávat i výraznější pokles hodnoty společnosti v dobách, kdy je hospodářství v regresi.

Předmět nabídky akcií

Základní kapitál společnosti AAA Auto před emisí činil 5.000.000 EUR a byl rozdělen na 50.000.000 akcií o jmenovité hodnotě 0,1 EUR. Předmětem emise je až 19.533.663 kusů akcií, včetně až 1.775.788 kusů akcií opce na nadlimitní úpis, která tedy tvoří 10 % z celkové velikosti emise. Veškeré akcie emise jsou akcie primární, z toho vyplývá, že celkový základní kapitál vzroste právě o množství nabízených akcií, asi o 35,5 %, respektive o 39,1 % při uplatnění opce na nadlimitní úpis. Celkový podíl na základním kapitálu, který je předmětem nabídky, tedy dosahuje cca. 26,2 %, respektive 28,1 %.

Vzhledem k tomu, že veškeré akcie jsou primární, celý čistý výtěžek z prodeje náleží výhradně emitující společnosti, tedy AAA Auto. Účel využití výtěžku je dvojí,

jednak k rozvoji společnosti v oblasti hlavní podnikatelské činnosti a jednak poklesu celkové zadluženosti snížením zůstatku úvěru, užitého k financování vozového parku, a částečnému splacení zůstatku akcionářské půjčky.

Společnost plánovala uvést své akcie především v České republice a Maďarské republice, tedy na hlavních trzích v Praze a Budapešti, a dále s malou části podílu směřujícím přímo několika institucionálním investorům v Evropě. Počátkem obchodování byl plánován kolem 26. září 2007. Maximální cena za akcii byla stanovena na 2,25 EUR. Při této ceně by hrubý výnos společnosti dosahoval 39.955.219 EUR, respektive 43.950.742 EUR při plném využití opce na nadlimitní úpis. Očekávané náklady této primární emise se odhadovaly přibližně na 2.400.000 EUR, čistý výnos společnosti bez opce by tedy dosahoval až 37,56 milionů EUR.

Prodávající akcionář

Jediným vlastníkem až do emise akcií byla Automotive Industries S.á.r.l., která držela veškerý podíl na základním kapitálu společnosti AAA Auto. I po emisi bude nadále majoritním akcionářem s podílem 73,8 % nebo 71,9 % pokud bude opce na nadlimitní úpis uplatněna v plném rozsahu. Vzhledem k tomu, že veškeré akcie, které jsou předmětem emise, jsou akcie primární, nevyužívá hlavní akcionář této primární emise ke zhodnocení nebo odprodeji části nebo celého svého podílu.

Výběr poradců

Globálním koordinátorem emise je společnost Patria Finance, a.s., která působí i jako vedoucí manažer spolu s KBC Securities N.V. a KBC Securities Hungarian Branch Office. Uvedení partneři současně zastávají pozici kotačních agentů. Retailoví manažeři byli na českém a maďarském trhu Patria Direct, a.s. a KBC Securities Hungarian Branch Office.

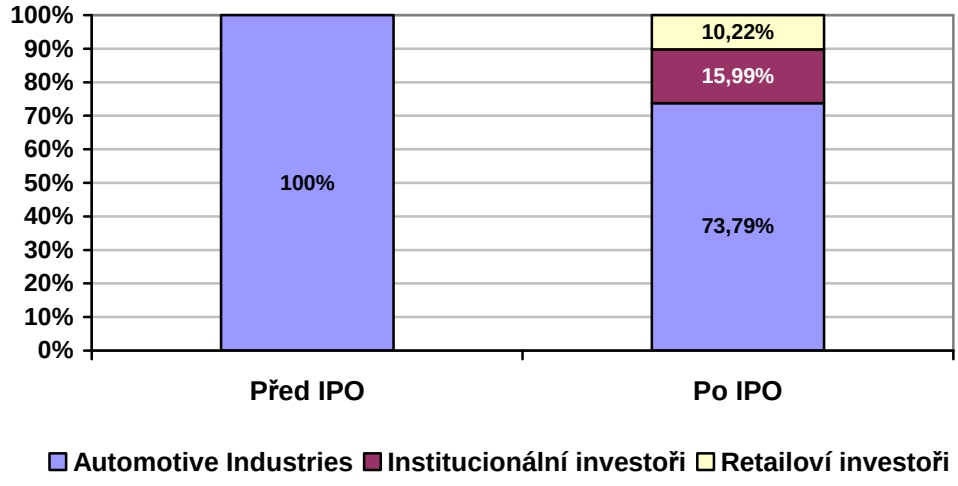
Výsledky emise

Konečný emisní kurz byl stanoven na 2 EURA za akcii a emise byla uskutečněna 24.9.2007. Celková velikost emise dosáhla 35.515.750 EUR při 17.757.875 kusech akcií a poptávka po akciích převýšila přibližně dvakrát její nabídku. Celkové přímé náklady dosáhly přibližně 2.400.000 EUR, tedy asi 6,76 % z objemu emise, přičemž podíly jednotlivých subjektů, které se podílely na přímých nákladech, byly přibližně následující:

- Poplatky upisovatelům – 2,96 %
- Poplatky právním poradcům – 1,16 %
- Poplatky auditorům – 0,72 %
- Interní náklady – 1,05 %
- Náklady na marketing a public relations – 0,69 %

Celkový rozptyl akcií mezi investory je 26,21 % a 61 % veřejné nabídky získali institucionální investoři a 39 % retailoví investoři. Změnu ve vlastnické struktuře na kapitálu společnosti AAA Auto zobrazuje následující graf.

Graf 8. *Změna majetkové struktury společnosti AAA Auto*



V rámci následné stabilizace kurzu byl dojednán dočasný zákaz prodeje, a sice 180 dnů v případě společnosti a 360 dnů pro hlavního akcionáře. Nicméně i přesto byly v rámci opce navýšení zpětně vykoupeny akcie opce, která tak nebyla využita vůbec. Underpricing dosáhl na konci prvního dne obchodování hodnoty pouze 0,05 %. To je sice pozitivní z hlediska nepřímých nákladů, které tak dosáhly velmi nízké hodnoty, avšak při takto těsné hranici je výnos a tedy i zájem investorů nižší. I přesto, že společnost při IPO úspěšně odprodala své akcie veřejnosti, také podstoupila riziko, protože kdyby stanovila emisní kurz vyšší i jen o minimální část, mohlo dojít i k jeho nadhodnocení a negativům z toho plynoucím.

Velmi nízká hodnota underpricingu a nevyužití opce navýšení mohla být způsobena jednak stanovením poměrně rizikové hodnoty emisního kurzu akcií společnosti a jednak počínající hypoteční krizí v druhé polovině roku 2007, která následně vyvolávala i nejistotu na finančních trzích.

10. Zhodnocení IPO v podmínkách českého kapitálového trhu

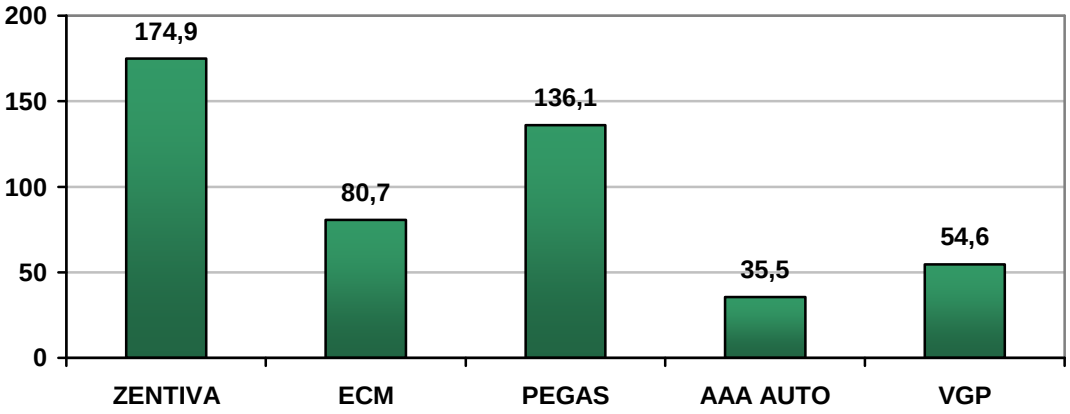
Doposud uskutečnilo na českém kapitálovém trhu primární emisi akcií šest společností a všechny úspěšně. Žádná z těchto společností není ryze česká, ve všech případech se jedná o emise nadnárodních společností, se sídlem emitenta v zahraničí, v případě všech šesti emitujících společností přesněji v Lucembursku. Veškeré tyto společnosti jsou řídící a jejich hlavní činností je držení a správa podílu dceřinných společností v České republice, které samy vykonávají výrobní, prodejní či jinou hlavní aktivitu emitující společnosti. Uskutečňování hlavní výrobní aktivity na území České republiky je tedy důvod, proč byly akcie emisí těchto společností nabízeny právě na českém kapitálovém trhu, avšak ve většině případů byly emise uskutečňovány formou duální emise nabídkou i na zahraničních trzích.

Většina z hlavních akcionářů emitujících společností využila jejich IPO k odprodeji a části svého obchodního podílu, primární emise tedy byly zpravidla kombinované s cílem jak získat dodatečné zdroje k podnikání, tak zhodnotit podíly stávajících akcionářů. Pouze v případě společností AAA Auto Group, N.V. a VGP, N.V. byly emitovány jen akcie primární, emise tedy sloužila pouze k získání zdrojů k financování provozu společnosti. Při většině kombinovaných IPO přitom sekundární akcie tvořily na celkovém objemu většinu, lze tedy říci, že hlavním cílem emitujících společností byl odprodej části podílu stávajících vlastníků.

Celkový rozptyl akcií, který byl nabídnut veřejnosti zpravidla nepřekročil polovinu celkového množství akcií, neboť takto si dosavadní hlavní akcionáři mohli ponechat většinu hlasovacích práv, spojených s držením akcií. Výjimku tvořila pouze emise společnosti PEGAS NONWOVENS SA, u které dosáhl free float hodnoty 54,64 %, což je do určité míry dáno podstatou hlavního akcionáře Pamplona Capital Partners I, LP, jako private equity fondů, jehož cílem je především zhodnocení vložených prostředků.

Celkový objem jednotlivých emisí se značně odlišoval. Hodnota dosahovala od 35,5 milionů EUR společnosti AAA Auto Group, která svojí emisí předvedla možnost IPO u středně velké společnosti, až po 1,58 miliardy EUR společnosti NWR, jejíž emise v roce 2008 byla největší v Evropě a celkově šestou největší na světě. Dosud se jedná i o největší emisi na českém kapitálovém trhu.

Graf 9. *Celkový objem emisí na BCCP (v milionech EUR)*



Hodnota underpricingu se ve většině případů pohybovala okolo průměrných hodnot, dosahovaných na evropských trzích, pouze u společnosti ECM dosáhla vyšší hodnoty 11,7 %. Z nabízeného množství akcií směřovala velká většina do rukou institucionálních investorů, přičemž poptávka po akciích byla natolik velká, že kromě společnosti AAA Auto mohly všechny emitující společnosti uplatnit opci na nadlimitní úpis.

Čistý výtěžek z nabízených primárních akcií byl ve všech případech využit buďto celý nebo zčásti ke snížení zadluženosti. Snížením poměru cizího kapitálu na vlastním tedy společnosti dosáhly optimalizování vlastní kapitálové struktury, což jim dále umožňuje přístup k dalšímu dluhovému financování za nižší ceny vlivem nižšího rizika.

11. Závěr

Z celosvětového hlediska je český kapitálový trh velmi mladý a je stále považován za trh v rozvoji. Svoji funkci nezačal právě nejúspěšněji, celá řada nedostatků způsobila, že si získal z pohledu veřejnosti i potencionálních emitentů jistou nedůvěru. Avšak v průběhu vývoje docházelo k postupným nápravám a zejména po vytvoření regulatorních orgánů a vstupu České republiky do Evropské unie a s tím i související přijetí veškeré nutné legislativy, je již plně schopen uskutečnit potřeby společností za účelem emitování akcií.

Z šesti IPO, které byly dosud provedeny na českém kapitálovém trhu byly všechny úspěšné. Společnosti upsaly veškeré své akcie za stanovenou cenu a dostatečná poptávka umožnila téměř ve všech případech uplatnění i opce na nadlimitní úpis. I přesto, že značná část společností stále nepovažuje český kapitálový trh jako místo k získání finančních zdrojů, byl očekáván další každoroční nárůst počtu společností, které byly ochotné uskutečnit IPO. Bohužel tato očekávání byla přerušena příchodem globální hospodářské krize, které oslabila jak jednotlivé společnosti, tak samotné akcie jako prostředek ke zhodnocení volných zdrojů, a i možnosti, kterými disponují samotní investoři. Nicméně i přes tyto skutečnosti došlo k dosud poslední emisi společnosti NWR a to s úspěchem. I přes stále pokračující krizi je tedy český kapitálový trh připraven při IPO plně dostát potřebám emitujících společností i akcionářů.

I když hlavním cílem IPO je získání prostředků, žádná z dosud emitujících společností neuvažuje tento proces pouze jako možnost financování. IPO je vždy procesem, který velmi změní celý život společnosti, její strukturu, chod, budoucí směr a její obraz na veřejnosti.

12. Použité zdroje

(1) AAA, Auto. *Prospectus* [online]. [s.l.] : [s.n.], 2007 [cit. 2010-04-21]. Dostupné z WWW: <http://www.aaaauto.cz/cz/prospekt/filet.html?id=14>.

(2) *AAA Auto* [online]. 2010 [cit. 2010-04-28]. Dostupný z WWW: <http://www.aaaauto.cz/>.

(3) *Akcie* [online]. 2010. [cit. 2010-05-27]. Wikipedia.cz. Dostupné z WWW: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Akcie>.

(4) *Burza cenných papírů Praha* [online]. 2010 [cit. 2010-02-19]. Dostupný z WWW: <http://www.pse.cz/>.

(5) ECM. *Prospectus* [online]. [s.l.] : [s.n.], 2006 [cit. 2010-04-25]. Dostupné z WWW: <http://www.ecm.cz/cs/download/korporatni-dokumenty/prospekt-eminenta-en.pdf>.

(6) *ECM Real Estate Development* [online]. 2010 [cit. 2010-05-03]. Dostupný z WWW: <http://www.ecm.cz/>.

(7) *iPoint* [online]. 2009 [cit. 2010-04-12]. Dostupný z WWW: <http://ipoint.fn.cz/>.

(8) JEŽEK, Tomáš. *Peníze a trh*. 1. vyd. [s.l.], 2002. 148 s. ISBN 80-7178-685-3.

(9) JEŽEK, Tomáš, et al. *Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu* [online]. [s.l.] : [s.n.], 2004 [cit. 2010-02-06]. Dostupné z WWW: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/NXT_KCP_IPO_final.pdf>.

(10) JOO LEE, Hoon; CASSILL, Nancy. *Analysis of World Nonwovens Market* [online]. 2008 [cit. 2010-04-29]. Dostupné z WWW: <http://www.tx.ncsu.edu/>.

(11) KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 4. rozš. vyd. [s.l.], 2005. 290 s. ISBN 80-247-1438-8.

(12) LIŠKA, Václav; GAZDA, Jan. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. [s.l.] : HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X.

(13) LIŠKA, Václav, GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy : A kolektivní investování*. 1. vyd. [s.l.], 2004. 523 s. ISBN 80-86419-63-0.

(14) MELUZÍN, Tomáš; ZINECKER, Marek. *IPO : Prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování podniku*. Vyd. 1. [s.l.] : Computer Press, 2009. 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.

(15) NÝVLTOVÁ, Romana, REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy : Zdroj financování*. 1. vyd. [s.l.], 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

(16) NÝVLTOVÁ, Romana; REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Akcie.cz* [online]. 2008 [cit. 2010-04-13]. Emise akcií: rozdíly mezi IPO a SEO. Dostupné z WWW: <http://www.akcie.cz/odborne-clanky/39137-emise-akcii-rozdily-mezi-ipo-a-seo/>.

(17) PAVLÁT, Vladislav, et al. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. [s.l.] : [s.n.], 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-8.

(18) PEGAS NONWOVENS. *Prospectus* [online]. [s.l.] : [s.n.], 2006 [cit. 2010-02-13]. Dostupné z WWW: <http://www.pegasas.cz/Data/files/investori/prospekt/Prospectus_Pegas_%28English%29_2006_12_04.pdf>.

(19) *PEGAS NONWOVENS* [online]. 2010 [cit. 2010-03-22]. Dostupný z WWW: <http://www.pegasas.cz/>.

(20) *PEGAS NONWOVENS SA* [online]. [s.l.] : [s.n.], 2006 [cit. 2009-11-09]. Dostupné z WWW: <http://www.financezlin.cz/upload.cs/1/1ab47964_0_3_PEG_01_061211_012.pdf>.

(21) REJNUŠ, O. *Finanční trhy.* 1. 1. Ostrava: KEY Publishing, 2008. 548 s. ISBN: 978-80-87071-87- 8.

(22) SHILLER, Robert J. *Investiční horečka : iracionální nadšení na kapitálových trzích*. 1. [s.l.] : Grada Publishing a.s., 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-2484-9.

(23) VALACH, Josef, a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. [s.l.] : EKOPRESS, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.

(24) *Vývoj hrubého domácího produktu* [online]. 2010 [cit. 2010-03-16]. Finance.cz. Dostupné z WWW: <http://www.finance.cz/ekonomika/hdp/vyvoj/>.

(25) ZINECKER, Marek. *Základy financí podniku*. Vyd. 1. [s.l.] : CERM, 2008. 194 s. ISBN 978-80-214-3704-3.

(26) Vyhláška č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru.

(27) Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

(28) Zákon č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

(29) Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

13. Použité zkratky

IPO Initial public offering, prvotní veřejná nabídka;

SEO Seasoned/secondary equity offering, sekundární emise akcií;

PSE Prague stock exchange, Burza cenných papírů Praha;

WSE Warsaw stock exchange, Burza cenných papírů Varšava;

BCPP Burza cenných papírů Praha;

BCPB Burza cenných papírů Budapešť;

IFRS International financial reporting standards, mezinárodní standardy finančního výkaznictví;

ISIN International securities identification number, mezinárodní identifikační číslo cenného papíru;

CAS Czech accounting standards, české účetní standardy;

FESE Federation of European Securities Exchange, federace evropských burz;

US SEC U.S. Securities and Exchange Commission, Komise pro cenné papíry Spojených států Amerických;

ČNB Česká národní banka;

P/E Price/earning (earning per share), poměr mezi tržní cenou akcie a ziskem na akcii;