

UNIVERZITA JANA AMOSE KOMENSKÉHO PRAHA

MAGISTERSKÉ PREZENČNÍ STUDIUM

2011 – 2013

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Simona Halfarová

INITIAL PUBLIC OFFERINGS V ČESKÉ REPUBLICCE

Praha 2013

Vedoucí práce: Ing. Michal Vacenovský, LL.M.

JAN AMOS KOMENSKY UNIVERSITY PRAGUE

MASTER FULL-TIME STUDIES

2011 - 2013

DIPLOMA THESIS

Simona Halfarová

INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN CZECH REPUBLIC

Prague 2013

The Thesis Work Supervisor: Ing. Michal Vacenovský, LL.M.

Prohlášení

Prohlašuji, že předložená práce „Initial Public Offerings v České republice“ je mým původním autorským dílem, které jsem vypracovala samostatně. Veškerou literaturu a další zdroje, z nichž jsem při zpracování čerpala, v práci řádně cituji a jsou uvedeny v seznamu použitých zdrojů.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v univerzitní knihovně.

V Praze dne 10.03.2013 *Simona Halfarová*

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala vedoucímu práce Ing. Michalu Vacenovskému za jeho vedení, ochotu, cenné připomínky a námitky při vypracování diplomové práce.

Velké poděkování patří také celé mé rodině za podporu nejen při zpracování této práce, ale i během studia.

Anotace

Tato diplomová práce se zabývá problematikou prvotních veřejných nabídek v České republice jako jednu z možností financování potřeb společnosti. Práce obsahuje analýzu výhod a nevýhod, které jsou spojeny s procesem realizace IPO. Tato práce také porovnává jiné možnosti, kterými může společnost financovat své potřeby. Rozhodne-li se společnost financovat svůj rozvoj právě prostřednictvím IPO, musí projít náročným procesem realizace, který je podrobně vysvětlen v této práci. Prvotní veřejné nabídky mají také své anomálie, na které by emitent měl být připraven. Popis těchto anomálií je taktéž součástí této práce. Teoretická část je zaměřena na nalezení příčin nízkého počtu IPO v České republice. Práce zahrnuje komparaci primárních emisí, které byly realizovány na českém a polském kapitálovém trhu. Poslední část práce je zaměřena na důkladnou analýzu všech faktorů, které ovlivňují realizaci IPO v České republice. Závěr práce obsahuje naše názory a doporučení.

Klíčové pojmy

český kapitálový trh

IPO

primární emise akcií

příčiny nízkého počtu IPO

Annotation

The thesis focuses on initial public offerings in the Czech Republic as one type how to raise expansion capital. The work analyses advantages and disadvantages which are associated with the process of realization of the IPO. The work compares other different options how to finance their expansion. If the company decides to finance its development through the IPO, has to pass through arduous process of realization, which is explained in detail in this work. Initial public offerings have their anomalies for which the issuer should be prepared. A description of these anomalies are also included in this thesis. The theoretical part is focused on finding the causes of the low number of IPOs in the Czech Republic. The work involves comparison of the IPO that have been realized in the Czech and Polish capital market. The last part is focused on depth analysis of all the factors that affect the realization of IPO in the Czech Republic. Conclusion contains our views and recommendations.

Key words

Causes of the low number of IPOs

Czech capital market

Initial Public Offerings

IPO

Obsah

Úvod	1
TEORETICKÁ ČÁST	3
1. Význam IPO	3
2. Výhody a nevýhody spojené s realizací IPO.....	5
2.1 Výhody IPO.....	5
2.2 Nevýhody IPO.....	6
3. Komparace IPO a jiných možností financování rozvoje společnosti	10
4. Procesy spojené s realizací IPO	14
4.1 Přípravná fáze.....	14
4.2 Realizační fáze	15
4.3 Post realizační fáze.....	19
5. Anomálie spojené s IPO	21
5.1 Podhodnocení emisního kurzu.....	21
5.2 Dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce ..	23
PRAKTICKÁ ČÁST	25
6. Světová aktivita IPO.....	25
6.1 Asijský trh.....	29
6.2 Americký trh	29
6.3 evropský trh	31
7. Český kapitálový trh	33
7.1 Analýza realizovaných IPO v České republice.....	36
7.1.1 Zentiva.....	36
7.1.2 ECM Real Estate Investments.....	37
7.1.3 Pegas	38

7.1.4	AAA Auto	39
7.1.5	VGP	40
7.1.6	New World Resources	41
7.1.7	Fortuna	42
7.1.8	Vyhodnocení analýzy realizovaných IPO v České republice	44
8.	Polský kapitálový trh	47
8.1	Analýza realizovaných IPO v Polsku.....	49
8.2	Srovnání polského a českého kapitálového trhu z hlediska IPO.....	51
8.3	Srovnání podmínek přijetí na pražskou a varšavskou burzu	55
9.	Příčiny malého počtu IPO v České republice	57
9.1	Ekonomické příčiny	57
9.2	Legislativní příčiny	65
9.3	Překážky na straně emitentů.....	69
9.4	Ostatní příčiny	72
Závěr .....	.....	73
Seznam použité literatury a pramenů.....	.....	75
Literatura .....	.....	75
Elektronické zdroje .....	.....	76
Seznam obrázků, tabulek a grafů .....	.....	79
Seznam obrázků.....	.....	79
Seznam tabulek.....	.....	79
Seznam grafů .....	.....	80

Úvod

V životě společnosti můžeme považovat za významné události například prodej společnosti jinému vlastníkovi, fúze či akvizice s jinou společností, ale také i zánik společnosti. Ale pro některé společnosti je významnou událostí rozhodnutí financování jejich rozvoje či potřeb prostřednictvím kapitálového trhu. Společnost si může vybrat několik způsobů financování – emise obligací, emise akcií. Cílem emise cenných papírů je získání potřebného kapitálu prostřednictvím primárního trhu cenných papírů. Emise akcií je spojena s rozhodnutím, zda-li společnost dá přednost soukromé nebo veřejné emisi. Soukromá emise cenných papírů představuje prodej akcií předem vymezenému počtu fyzických nebo právnických osob. Oproti tomu, veřejná emise, je prodej cenných papírů neomezenému kruhu předem neurčených osob. Jedná-li se o první emisi akcií v historii společnosti, které do té doby nebyly ještě obchodovány na trhu cenných papírů, hovoříme o tzv. primární emisi akcií (IPO).

IPO je primární emise akcií prodávána veřejnými investory a současně obchodována na trhu cenných papírů. Význam IPO začal získávat na váze v posledních desetiletích. V České republice tato forma financování společnosti není obvyklá. Důvodem může být nedostatek důvěry v český kapitálový trh, malá rozvinutost kapitálového trhu nebo absence úspěšných precedentů. S IPO jsou spojeny výhody a nevýhody. Výhodou je snadný přístup ke kapitálu, diverzifikace rizika investic, zvýšení tržní hodnoty společnosti a zvýšení povědomí o společnosti. Nevýhodu spatřujeme hlavně v nákladech, které jsou spojené s realizací a provedením primární emise. Dalším faktem je, že v České republice bylo realizováno podstatně méně IPO než v Polsku. Je všeobecně známo, že Polsko je velice úspěšné v Evropě, co do objemu a počtu realizovaných IPO.

Výše uvedené skutečnosti byly důvodem vytvoření této práce, jejímž cílem je popsat problematiku primárních veřejných nabídek v České republice,

zhodnotit jejich možnosti, provést komparaci s polským emisním trhem a nalezení příčin nízkého počtu IPO v České republice.

Teoretická část této práce je zaměřena na popis problematiky IPO. Především se zabývá obecnou charakteristikou IPO a jejího významu. Popisuje, proč by měl potencionální emitent financovat svůj rozvoj právě prostřednictvím kapitálového trhu. Dále se teoretická část soustředí na podrobnější popis již uvedených výhod a nevýhod, které jsou spojeny s realizací IPO. Zaměření neunikne porovnání nákladů IPO s jinými způsoby financování. Čtenář bude seznámen s procesem, který musí společnost projít, rozhodne-li se právě pro financování prostřednictvím IPO. Práce popisuje přípravnou, realizační a post realizační fázi celého procesu. Z uvedených skutečností, by laik mohl usoudit, že právě uskutečnění IPO je výhodnou možností pro společnosti, jak získat potřebný kapitál. Ovšem, je třeba si uvědomit, že s procesem realizace IPO jsou spojeny jisté anomálie. Závěr této části upírá pozornost na tyto anomálie spojené s podhodnocením emisního kurzu a dlouhodobě nižší výkonností akcií po jejich prvotní veřejné nabídce.

Druhá část této diplomové práce je zaměřena prakticky. V jejím úvodu seznámíme čtenáře s přehledem o vývoji počtu prvotních veřejných nabídek a hodnoty získaného kapitálu na základě analýzy světových trhů. Nejprve analyzujeme světový vývoj a poté se zaměříme na jednotlivé světové regiony. V následující části již blíže nahlédneme na český a polský kapitálový trh. Po krátké zmínce o historii obou kapitálových trhů je hlavní důraz kladen na analýzu a komparaci počtu primárních veřejných nabídek realizovaných na českém a polském kapitálovém trhu. Společně s tím je popsán přístup burzy cenných papírů Praha a burzy cenných papírů Varšava pro realizaci IPO. Poslední oddíl praktické části již zohledňuje uvedené skutečnosti. Jsou pospány a analyzovány příčiny nízkého počtu IPO v České republice s podrobným zaměřením na legislativní a ekonomické aspekty.

TEORETICKÁ ČÁST

1. Význam IPO

IPO je zkratkou anglického slova „Initial Public Offering“. V češtině má tato zkratka mnoho významů. Při hledání relevantních překladů se setkáváme s pojmy primární emise akcií, prvotní veřejná nabídka akcií nebo prvotní veřejný úpis akcií.

Definice podle:

- SEC¹: „první veřejné vydání akcií podnikem, s jehož akciemi se doposud na veřejném akciovém trhu neobchodovalo.“
- Nasdaq²: „první prodej akcií soukromé společnosti veřejnosti.“
- BCPP: „primární veřejná nabídka akcií spojená se vstupem na burzovní trh“

V české literatuře je IPO definováno jako „IPO představuje úpis nových cenných papírů prvním nabyvatelům.“³ Směrnice č. 89/298/EHS se vztahuje na převoditelné cenné papíry, které jsou poprvé nabízeny v některém členském státu pouze, nejsou-li již emitovány na jiné burze cenných papírů.

Dle původu akcií, které jsou nabízeny v rámci IPO lze rozlišovat:⁴

- IPO primárních akcií: emise nových akcií a jejich uvedení na veřejný primární trh cenných papírů,
- IPO sekundárních akcií: nabídka dříve vydaných akcií, se kterými se obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů,

¹ Securities and Exchange Commission

² National Association of Securities Dealers Automated Quotations

³ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálový trh v České republice 1993-94: The capital market in the Czech republic 1993-94*. 1. vyd. Praha: Magnet-Press, 1994, 349 s. ISBN 80-858-4730-2.

⁴ JENKINSON, T. – LJUNGQVIST, A. *Going Public: The theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2001. 254 s. ISBN 0-19-829599-5.

- kombinovaná IPO: emitování nových akcií doplněná o veřejnou nabídku současných akcií.

Nejširší možnosti využití kapitálového trhu je pro akciové společnosti financování dalšího rozvoje firmy a další možné získání kapitálu. K zajištění potřebných peněžních prostředků mohou firmy využít navýšení základního kapitálu formou emise akcií nebo navýšení dlouhodobého dluhu pomocí emise obligací. Prvotní emise cenných papírů je pro podnik velmi důležité rozhodnutí. Každá společnost není zralá na tento zásadní krok. Firma si může vybrat i jinou formu financování jako je například interní financování, externí financování prostřednictvím darů a dotací, dluhovým financováním, finančním leasingem nebo hybridním financováním.

Veřejná emise cenných papírů zásadně mění ekonomickou strukturu podniku. Management firmy je od tohoto okamžiku zodpovědný za novou skupinu akcionářů. Informace o finančním zdraví podniku, které se dříve držely v tajnosti, musí být nyní sdělovány veřejnosti. Protože jsou tyto informace veřejně publikovány, existuje možnost jejich zneužití ze strany konkurence. Proto se konkurenční prostředí může stát pro podnik větší hrozbou.

Proč by vlastně podnik měl realizovat IPO?

1. IPO navyšuje hodnotu vlastního kapitálu
2. IPO zlepšuje likviditu podniku
3. IPO zlepšuje reputaci podniku
4. IPO získává výhody pro stávající akcionáře

2. Výhody a nevýhody spojené s realizací IPO

Jestliže firma splňuje veškeré předpoklady pro úspěšné uvedení svých akcií na trh, měla by si položit otázku, jaké výhody a nevýhody jsou s její realizací spojené. Realizaci IPO podstupují nejčastěji podniky, pro které nestačí k financování jejich plánů interní zdroje a bankovní úvěry. IPO není vždy pro podnik optimální cestou, proto vedení firmy musí zvážit všechna rizika spojená s veřejnou emisí oproti alternativnímu získávání kapitálu.

2.1 Výhody IPO

- 1. Získání potřebných dlouhodobých finančních prostředků pro rozvoj společnosti.*

Výhodou získání vlastních finančních zdrojů je neomezené využití. U dluhového financování existují jistá omezení. Společnost se nemusí omezovat na jeden projekt, který je nutno schválit financující bankou. Firma tak může získat více peněžních prostředků než u financujících bank a to díky tomu, že realizace veřejné nabídky akcií umožňuje společnosti větší přístup potencionálních investorů

- 2. Optimalizace kapitálové struktury společnosti*

Společnosti, které jsou zadluženy, mohou prostřednictvím IPO optimalizovat svou kapitálovou strukturu. Nárůst vlastního kapitálu snižuje zadlužení společnosti. Díky tomu se i zlepšují finanční ukazatele (rentabilita, likvidita, aktivita, zadluženost) a úroková míra.

- 3. Zvýšení důvěryhodnosti společnosti*

Společnost veřejně obchodována na trhu má snadnější přístup k dalším zdrojům financování svých aktivit. Jedná se hlavně o bankovní úvěr. Firma dostává vyšší bonitní ohodnocení.

4. Zvýšení likvidity akcií a kredibility mezi partnery

Emise akcií na sekundárním trhu zvyšuje flexibilitu vlastníka a likviditu aktiv. V obchodovatelných dnech mohou vlastníci akcií sledovat vývoj ceny na trhu s akciemi. Mohou se rozhodnout, zda-li je výhodné akcie prodat, koupit nebo nadále držet. Zvýšení kredibility demonstruje stabilní finanční situace.

5. Možnost řešení generační obměny v podniku

„V některých případech IPO pomáhá vyřešit problému generační obměny v rodinném podniku. Realizace IPO záměrně vede majoritního vlastníka snížit svůj podíl v podniku.“⁵

6. Vliv IPO na cash-flow

Pro podnik, z pohledu cash-flow, je výhodnější financování prostřednictvím IPO. Bankovní úvěry a leasingové splátky ovlivňují cash-flow, data splatnosti a úrokové platby naopak ovlivňují vlastní zdroje. Financování pomocí IPO nezatěžuje vlastní kapitál úrokovými platbami, ale musíme vzít v úvahu, že s realizací IPO jsou spojené jisté náklady, o kterých bude řeč později.

2.2 Nevýhody IPO

1. Přímé a nepřímé náklady spojené s realizací IPO

Podle mého názoru, tento body patří mezi nejvýznamnější nevýhodu IPO. Náklady spojené s primární emisí můžou hrát velkou roli pro malé a střední podniky. Jejich náklady na IPO mohou dosahovat až několika milionů korun v závislosti na objemu emitovaných akcií.⁶ Dle J.R. Rittera mohou emisní náklady dosahovat v průměru 21-31 procenta z celkové hodnoty emise.⁷

⁵ MELUŽÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: Prvotní veřejná nabídka jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2. Str: 45

⁶ VALACH, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 1.vyd. Praha: EKOPRESS, 2001. 447 s.

⁷ RITTER J.R.: *The Costs of Going Public*, *Journal of financial Economics*, 11/1987, s.269-281.

Přímé náklady zahrnují náklady na realizaci primární emise a náklady na zveřejňování informací pro investory a veřejnost. Tyto náklady zahrnují provize⁸ investičním zprostředkovatelům. Dalšími přímými náklady jsou různé poplatky, náklady na tisk akcií a administrativní náklady. Společnost je povinna zaplatit poplatky burze spojené s jejich akciemi obchodované na trhu. Poplatek za přijetí cenných papírů k obchodování činí 50.000 Kč. Roční poplatek za obchodování cenných papírů je 0,05 procenta, maximálně 300.000 Kč. Další poplatky spojené s realizací jsou uvedeny v sazebníku burzy cenných papírů Praha.⁹

Do skupiny nepřímých nákladů řadíme náklady na přípravu emise, náklady spojené s podhodnocením emisního kurzu akcií a náklady z poklesu cen již emitovaných akcií.

Přehled přímých a nepřímých nákladů na IPO¹⁰

Přímé náklady:

- Náklady na realizaci IPO:
 - poplatky upisovatelům,
 - poplatky profesionálům,
 - poplatky za přijetí akcií k obchodování,
 - další přímé náklady.
- Následující náklady po realizaci IPO:
 - náklady na regulatorní požadavky, správu a řízení,
 - náklady na zveřejňování informací investorské společnosti,
 - roční poplatky burze.

⁸ Rozdíl mezi prodejní cenou akcie od zprostředkovatele a nákupní cenou od emitenta ovlivněna velikostí rizika, které zprostředkovatel podstupuje převzetím emise.

⁹ Burza cenných papírů Praha: Hlavní trh. [Http://www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz) [online]. [cit. 2012-12-12]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh>

¹⁰ Oxera. *The cost of raising capital: An international comparsion*[online]. [cit. 2012-12-28]. Dostupné z:<http://www.oxera.com/Publications/Agenda/2006/The-cost-of-raising-capital--an-international-comp.aspx>

Nepřímé náklady:

- Náklady na realizaci IPO:
 - podhodnocení emisního kurzu.
- Následující náklady po realizaci IPO:
 - náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu.

2. Nepřátelské převzetí společnosti

Jestliže jsou akcie volně obchodovány na burze, společnost nemá stoprocentní kontrolu nad vlastníky svých akcií. Může se domnívat, že akcie jsou rozděleny mezi minoritní akcionáře, ale může se stát, že jsou vlastněny třetí osobou či společností, která má v úmyslu ovládnout společnost. Společnost se může stát předmětem nákupu. Této situaci se dá zamezit upsáním pouze limitovaného množství IPO.

3. Informační povinnost

Společnost kotovaná na burze musí plnit pravidelnou informační povinnost. Jedná se o předkládání výsledků hospodaření společnosti, výročních zpráv a pololetních zpráv, informace o závěrech jednání valných hromad nebo majetkových účastech emitenta atd. Je nutné sestavovat účetní závěrky podle mezinárodních účetních standardů IFRS, které kladou důraz na poctivý a věrný obraz skutečnosti. Společnost zůstane pod drobnohledem veřejnosti. Společnosti by měly zvážit, zda jsou vhodným kandidátem pro realizaci IPO především v oblasti výzkumu a vývoje, protože konkurence, která není kotovaná na burze, může mít výhodu na trhu (know-how, technologie).

4. Tržní výkyvy akciového kurzu

Společnost kotovaná na burze je mnohem náchylnější na tržní výkyvy. Stávající akcionáři mají vliv na cenu akcií kvůli různým reakcím na hospodářské výsledky společnosti. Také potencionální investoři, banky, obchodní partneři a konkurence sledují kurz jejich akcií, které porovnávají s dalšími společnostmi daného odvětví. Recese celého odvětví má negativní vliv na cenu akcií.

Nevýhodou je nepředvídatelnost vývoje trhu a tržního kurzu akcií. To může mít za následek, že i dobře fungující společnost s dobrými výsledky hospodaření může celková situace na trhu negativně ovlivnit jejich cenu akcií.

Následující tabulka zobrazuje analýzu parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO a jejich argumentaci pro a proti realizaci IPO.¹¹

Tabulka 1: Analýza parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO

Model	Argumentace ve prospěch realizace IPO	Argumentace v neprospěch realizace IPO
Pagano (1993)	omezení jediného rizika diverzifikací majetkového portfolia stávajícího vlastníka podniku	existence nákladů na realizaci IPO
Yosha (1995)	-	nežádoucí informování konkurence a ohrožení monopolistického zisku v důsledku splnění podmínky transparentnosti
Maug (1996)	financování investičního projektu	vlastník v pozici manažera ztrácí kontrolu nad zachováním své pracovní pozice
Ellinsen/Rydqvist (1997)	objektivizování kvality podniku prostřednictvím kurzu akcií na sekundárním trhu umožňující maximalizaci výtěžku z prodeje majetkového podílu	existence nákladů na realizaci IPO
Chemmanur/Fulghieri (1999)	lepší diverzifikace rizika na straně investorů (v porovnání se soukromou emisí) implikující nižší úroveň požadované výnosnosti a tedy nižší úroveň nákladů na vlastní kapitál	přenášení nákladů spojených se zmírňováním informační asymetrie ze strany investora na emitenta v podobě požadované výnosnosti
Maug (2001)	informování emitenta o kvalitě jeho investičního projektů na základě vývoje tržního kurzu akcií na sekundárním trhu	existence underpricingu jako finanční kompenzace specifických informačních nákladů

Zdroj: www.vse.cz

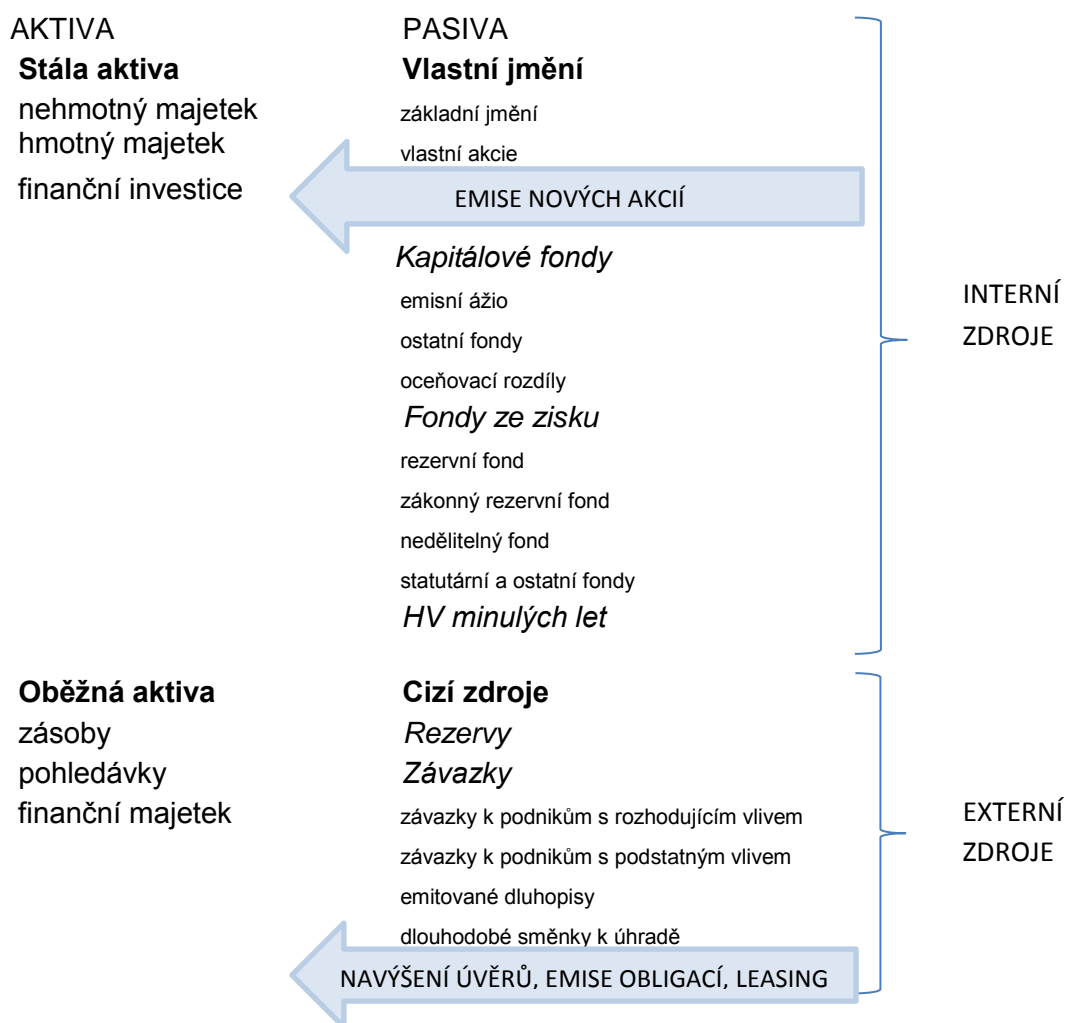
¹¹ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. Analýza parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO. *Analýza parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO* [online]. 2010, s. 18 [cit. 2012-12-16]. Dostupné z: <http://www.vse.cz/eam/abstrakt.php3?IDcl=67>

3. Komparace IPO a jiných možností financování rozvoje společnosti

Financování akciové společnosti můžeme rozdělit na dvě skupiny. První skupinou jsou společnosti, které financují své aktivity z interních zdrojů naopak druhá skupina je financována z externích zdrojů.

Následující tabulka nám zobrazuje, jak je kapitál nejčastěji získáván.

Tabulka 2: Rozvaha společnosti



Zdroj: vlastní zpracování na základě literatury Mařík (2007)

Jak již bylo uvedeno, společnost má dvě možnosti financování. Jestliže výše interního financování nestačí na pokrytí aktivit společnosti, jako je základní

kapitál, výsledek hospodaření a další fondy, společnost má na výběr následující možnosti financování, které vedou k získávání externích zdrojů, a následně vzniká vztah k finančním subjektům na finančním trhu.

1. Požádat o úvěr u banky
2. Emitovat dluhopisy
3. Realizace IPO
4. Navýšení základního kapitálu společnosti (neveřejná emise)
5. Požádat o dar či dotaci
6. Provést fúzi nebo akvizici
7. Požádat mateřskou společnost o finanční pomoc

První dva body jsou typem dluhového financování. Finanční úvěr je poskytován bankami na základě úvěrové smlouvy. Společnost při žádosti o úvěr musí uvést účel úvěru. Jako jednu z hlavních výhod bankovního úvěru je rychlost získání úvěru, nízké počáteční náklady a daňovou uznatelnost úroků. Nevýhodou finančního úvěru je budoucí uvolnění zdrojů pro splácení úvěru a limitovaná výše úvěru. Oproti tomu emise dluhopisů se využívá v případech, kdy bankovní instituce již nestačí, protože se jedná o částky, které převyšují finanční možnosti bank. V České republice je vydávání dluhopisů omezeno zákonem č. 190/2004 Sb., kde dluhopis je definován jako „*zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit.*“ Výhodou emise dluhopisu spočívá v nižších nákladech, protože dluhopis je půjčka s nižší úrokovou sazbou než v případě úvěru v bance. Úroky vyplacené majitelům dluhopisů jsou také uznatelným daňovým nákladem jako úroky z úvěru. Majitelé dluhopisů nejsou vlastníky (akcionáři) v dané společnosti, tudíž nemají žádné právo vměšovat se do činnosti společnosti. Za nevýhodu považujeme vysoké náklady (propagace emise, tisk dluhopisů, platba úroků, provize). Kvůli zvýšení podílu dluhu na celkovém kapitálu poroste finanční riziko, které je závislé na velikosti finančních nákladů v našem případě na velikosti nákladových úroků.

Porovnáme-li první dva body s realizací IPO, bankovní subjekty v případě úvěru a majitelé dluhopisů jsou pouze věřiteli, nemají žádný vliv na chod podniku.

Nemají právo rozhodovat o rozdělení výsledku hospodaření. Na rozdíl akcionáři (majitelé cenných papírů) mají právo rozhodovat o budoucnosti společnosti. Každý z akcionářů má hlasovací práva na valné hromadě. Náklady na realizaci IPO jsou vyšší v porovnání s úvěrem nebo emisí dluhopisu. Samozřejmě záleží na objemu emise, ale u IPO jsou z pravidla vyšší realizační náklady než u emise dluhopisu. Náklady na emisi dluhopisu jsou fixní, načež u IPO jsou přímo úměrné velikosti emise.¹²

Navýšení základního kapitálu podniku může být proveden veřejnou emisí akcií nebo soukromou emisí akcií. V našem případě budu hovořit o soukromé emisi cenných papírů. Soukromá emise cenných papírů je přímý prodej akcií (DPO – Direct Public Offering). Tyto akcie jsou nabízeny akcionářům, drobným investorům. Tento krok je velice nákladný, protože je nutné mít dostatečný objem finančních prostředků na realizaci. Nevýhodou může být neochota původních akcionářů vložit do společnosti více finančních prostředků.

Další možností získání finančních prostředků je požádat o dar či dotaci. Tyto zdroje jsou bezplatné¹³ a poskytovatelé nemají právo řídit ani podílet se na chodu společnosti. Přijetí daru navyšuje položku pasiv – kapitálové fondy, přijetí dotace naopak zvyšuje výši vlastního kapitálu.

Pro provedení fúze či akvizice je nutné najít vhodného partnera. Pokud nemá společnost dlouhou historii, může být hledání vhodného partnera velice pracné. Tento krok je také časově náročný.¹⁴

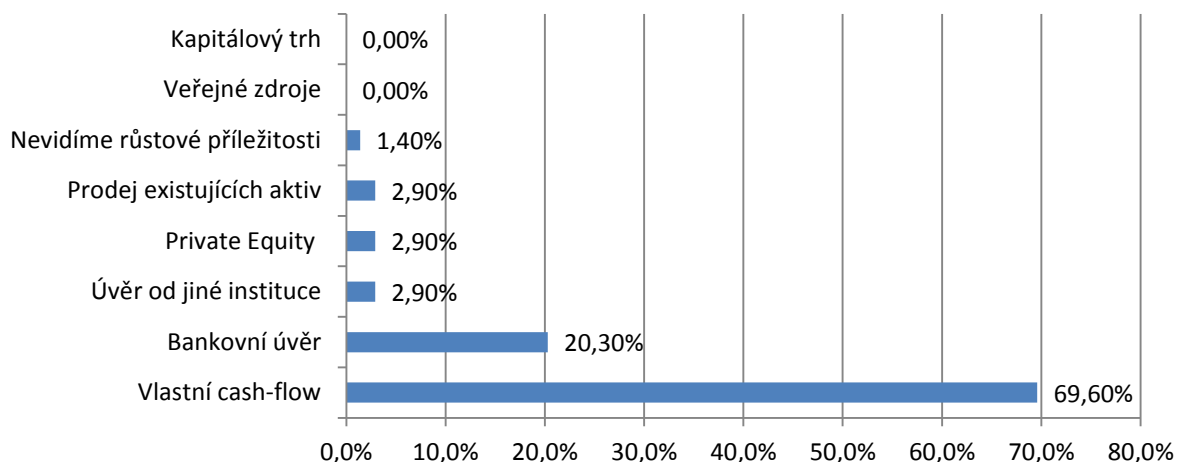
Jako poslední možnost uvádíme žádost mateřskou společnost o finanční výpomoc. Podmínkou je, aby podnik byl součástí nějaké skupiny.

¹² ESPINASSE, Philippe. *IPO: a global guide*. Hong Kong: Hong Kong University Press, 2011, xx, 354 p. ISBN 98-880-8318-X.

¹³ Abstrahujeme od administrativních nákladů na získání dotace.

¹⁴ HLAVÁČ, Jiří. *Fúze a akvizice: proces nákupu a prodeje firem*. Vyd. 1. V Praze: Oeconomica, 2010, 129 s. ISBN 978-802-4516-356.

Graf 1: Český průzkum názorů generálních ředitelů 2011. Plánované financování růstu.



Zdroj: Price Waterhouse Coopers (2011), www.pwc.com

Z uvedeného grafu nám vyplývá, že firmy v roce 2011 budou financovat svůj rozvoj ze svých dostupných finančních prostředků. Dále z průzkumu vyplývá, že 20,3 procenta firem požádá o bankovní úvěr. Jako třetí zdroje financování jsou úvěry od nebankovních institucí, private equity¹⁵ a prodej stávajících aktiv. Žádná z firem se nechystá v roce 2011 vstoupit na kapitálový trh. Na evropském trhu byla situace opačná. Londýn se stal hlavním městem IPO. Na londýnské burze proběhlo 39¹⁶ realizací IPO. Na druhém místě za Londýnem byla Burza cenných papírů ve Varšavě s celkovým počtem 31¹⁷ IPO. První realizace IPO na Burze cenných papírů v Praze proběhla v roce 2004, kdy společnost Zentiva emitovala své první akcie. Touto operací se v České republice spustila vlna primární emise cenných papírů.¹⁸

¹⁵ Rizikový kapitál

¹⁶ Emise byly realizovány na Evropském regulovaném trhu

¹⁷ Emise byly realizovány na Evropském regulovaném trhu

¹⁸ Czech Zentiva IPO heavily oversubscribed. *Upi.com* [online]. 2004 [cit. 2013-01-05]. Dostupné z: http://www.upi.com/Business_News/2004/06/23/Czech-Zentiva-IPO-heavily-oversubscribed/UPI-77471088009165/

4. Procesy spojené s realizací IPO

Tato kapitola seznámí čtenáře s procesem, kterým musí každá společnost projít, jestliže se rozhodne vstoupit na kapitálový trh prostřednictvím realizace IPO. Tento proces je velice náročný, proto je důležité, aby vše bylo pečlivě promyšleno a zorganizováno.

Kroky, které jsou spojené s realizací IPO, jsou rozděleny do tří fází:

- přípravná fáze,
- realizační fáze,
- post realizační fáze.

4.1 Přípravná fáze

Jak už sám název napovídá, jedná se o přípravné kroky k úspěšné realizaci IPO. Přípravná fáze je velice důležitá pro budoucnost společnosti. Nejdůležitějším krokem je rozhodnutí managementu, zda je realizace IPO výhodná pro jejich společnost. Než dojde k tomuto rozhodnutí, v zájmu managementu bude zhodnotit i jiné zdroje financování, které jsou popsány v kapitole „komparace IPO a jiných možností financování rozvoje společnosti“. Interní nebo externí poradci musí zpracovat zprávu o tom, zda realizace IPO je nejvhodnější způsobem financování společnosti. Dále by měli nalézt odpovědi na otázky týkající se načasování primární emise, objemu emitovaných akcií a nastínit přibližné náklady, které budou s realizací spojeny.

Tato fáze je časově náročná, jedná se o několik měsíců až několik let, než si management společnosti bude jist, že jsou vhodným kandidátem pro primární emisi akcií. Pozornost by měla být zaměřena na ekonomickou situaci na trhu, především v jaké fázi hospodářského cyklu se daná ekonomika nachází. Jestliže se ekonomika nachází v recesi či stagnaci, není vhodné provádět primární emisi akcií. Toto téma bude vysvětleno v další kapitole. V

dalším kroku je potřeba vyhotovit audit účetních výkazů podle Mezinárodních standardů (IFRS) a provést interní změny ve vedení a struktuře společnosti.

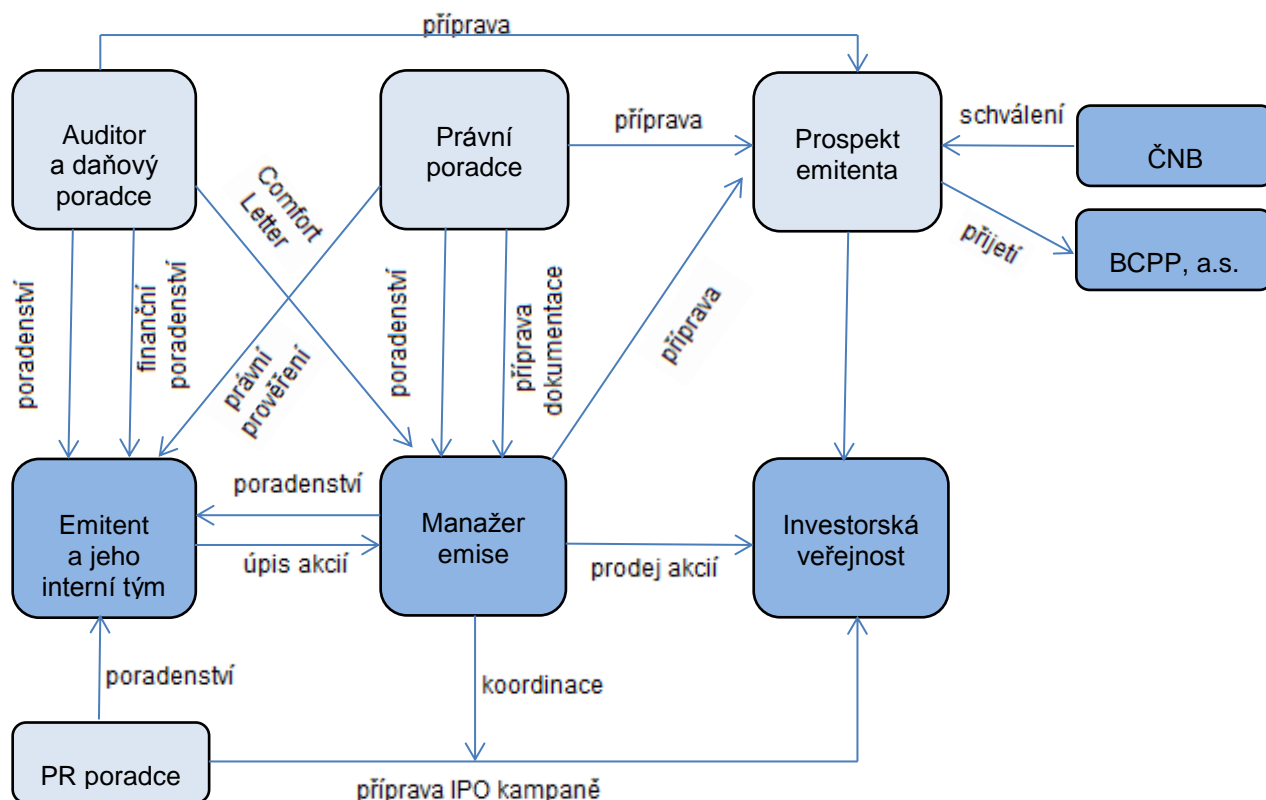
4.2 Realizační fáze

V této fázi je společnost připravená na veřejnou nabídku svých akcií, musí však podstoupit další kroky, které jsou s touto fází spojeny. Tento proces zahrnuje následující kroky. Nejprve je vybrán realizační tým, které nese zodpovědnost za finanční, daňové a účetní prověření společnosti.

Emitující společnost není pravděpodobně schopná zajistit ekonomickou, právní a technickou stránku celého procesu, proto je nezbytná účast dalších subjektů – realizační tým. Velikost realizačního týmu je závislá na velikosti společnosti a na velikosti připravované emise akcií. Délka spolupráce realizačního týmu se společností je také podmíněna velikostí připravované emise, zpravidla se jedná o několik měsíců, v některých případech i jednoho roku a déle.

Součástí realizačního týmu je obvykle manažer emise, právní poradce, externí poradce, auditor, daňový poradce, poradce pro vztahy s investory a PR poradce. U všech uvedených subjektů je výhodou znalost cizího jazyka, především angličtiny, pakliže by společnost chtěla provést emisi na jiném než domácím trhu. Následující obrázek nám vyjadřuje vztahy mezi zúčastněnými subjekty IPO.

Obrázek 1: Vztahy mezi jednotlivými členy realizačního týmu IPO



Zdroj: MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: Prvotní veřejná nabídka jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2. Str: 49

Dalším krokem společnosti je uzavření mandátní smlouvy s manažerem emise, která bude vymezovat veškeré vzájemné vztahy v průběhu přípravy primární emise. Tato smlouva je velice rozsáhlá, obsahuje například různá ujednání o úhradě výdajů manažerovi emise, které jsou s realizací IPO spojeny. Ve smlouvě je určeno i tzv. hrubé rozpětí, které určuje odměnu pro vedoucího manažera emise a dalších upisovatelů podílejících se na primární emisi. V praxi manažer emise obdrží okolo 20 procent z hrubého rozpětí, dalších 60 procent je rozdělen mezi subjekty, které se účastní na úpisu akcií. Nedílnou součástí jsou služby a výdaje na právní poradce. Zbýlými 20 procenty jsou pokryty náklady k upsání akcií na kapitálový trh.¹⁹ V českém prostředí se velikost

¹⁹ ELLIS, K.- MICHAELY, R – O'HARA, M. *A Guide to the Initial Public Offering Process* [online]. 1999, [cit. 2013-01-28]. Dostupné z <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>

hrubého rozpětí pohybuje mezi 3 až 5 procenty z celkového objemu emise.²⁰ Platnost mandátní smlouvy je ukončena podpisem smlouvy o upsání akcií, kde se manažer emise a upisovatelé zavazují odkoupit od emitenta akcie za určenou cenu.

Dalším krokem manažera emise je ověření, zda-li je emitent připraven pro IPO, a jaká je výše nového kapitálu emitenta. Manažer emise musí vybrat vhodný trh pro emitování prvotních akcií. Musí však brát ohled na to, kde se nachází působiště společnosti, odvětví podnikání, očekávanou náladu investorů atd. Jestliže si společnost vybere jinou než domácí burzu pro realizaci IPO, musí brát v úvahu vyšší realizační náklady. Budeme-li hovořit o poměrech na evropských trzích, následující tabulka nám znázorňuje hlavní požadavky pro přijetí akcií k obchodování.

Tabulka 3 - Hlavní požadavky pro přijetí na vybraných evropských trzích

Burza	Burzovní trh	Minimální velikost IPO	Minimální množství akcií rozptýlených mezi veřejnost	Minimální doba činnosti emitenta
London Stock Exchange	Official List	700 000 GBP	25%	3 roky
	AIM	nestanovena	nestanovena	nestanovena
Euronext	Evropský regulovaný trh	nestanovena	min. 25% nebo 5% pokud je objem emise vyšší než 5 mil. EUR	3 roky
	Alternext	2500000 EUR	100%	2 roky
Bolsa Madrid	Hlavní trh	1 202 025 EUR	25%	2 roky
Deutsche Borse	Amtlicher	1 250 000 EUR	25%	3 roky
Warsaw Stock Exchange	Hlavní trh	15 000 000 EUR	15%	3 roky
	NewConnect	12 000 000 EUR	25%	3 roky
Burza cenných papírů Praha	Hlavní trh	1 000 000 EUR	25%	3 roky
	Start	nestanoveno	nestanovena	nestanovena
Budapest Stock Exchange	Kategorie A ²¹	5 000 000 000 HUF	25%	3 roky

Zdroj: vlastní zpracování na základě literatury Paleari et al.

²⁰ Americký trh – 7%, evropský trh – 4%.

²¹ Kategorie A splňuje určité požadavky z hlediska velikosti, likvidity a transparentnosti. Ostatní kategorie splňují pouze základní požadavky pro uvedení na burzu a řadíme zde většinou menší a střední společnosti.

Důležitý krok realizační fáze je tzv. due diligence. Jedná se o hloubkovou interní prověrku, která zahrnuje právní, ekonomické, finanční a účetní prověření společnosti. Každá prověrka má jedinečný charakter a přizpůsobuje se konkrétní společnosti. Výstupy z této prověrky dávají podklad pro stanovení nabídkové ceny společnosti. Nabídkovou cenou rozumíme cenové rozpětí akcií.

Po vyhodnocení výsledků z due diligence, orgány společnosti rozhodnou o navýšení základního kapitálu úpisem akcií²². V české legislativě o tomto kroku rozhoduje valná hromada nebo představenstvo, dle Zákona č. 513/1991 Sb. Do 30 dnů od usnesení, je nutné podat návrh na zápis do obchodního rejstříku.²³

Další krok je zaměřen na přípravu emisního prospektu. Emisní prospekt je soubor všech informací o společnosti dostupných za posledních tři roky dle souladu se zákonem č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Informace, které musí prospekt obsahovat, jsou uvedeny v nařízení komise Evropského hospodářství.²⁴ Schválení emisního prospektu je v pravomoci ČNB. Emitent může předložit ke schválení tzv. předběžný prospekt, který neobsahuje konkrétní emisní kurz a počet akcií. Procesem zvaným „roadshow“, manažer emise seznámí potencionální investory s předběžným prospektem a tím zjistí, jaký bude předpokládaný zájem o danou emisi cenných papírů. Emisní cena a objem emise se nejčastěji určí z tzv. „bookbuilding“ procesu, ve kterém potencionální investoři zasílají nákupní příkazy. Mezi další metody určení emisního kurzu akcií jsou aukce nebo prodej za fixní cenu. V současné době nejpoužívanější metoda *bookbuilding*.²⁵ Na základě nabídek investorů je stanoven konečný emisní kurz a celkový objem emise. Tyto nové informace jsou neprodleně sděleny ČNB. Každá emise získává jedinečný ISIN²⁶ kód, který udává identifikační čísla všech primárních cenných papírů. Následně je představenstvo povinné podat návrh na zápis výše základního kapitálu

²² Abstrahujeme od možnosti zamítnutí realizace IPO.

²³ Tzv. první zápis.

²⁴ Nařízení komise ES č. 809/2004, směrnice 2010/73/EU o prospektu

²⁵ Book Building IPO. *Finance Maps of World* [online]. 2012 [cit. 2013-02-02]. Dostupné z: <http://finance.mapsofworld.com/ipo/book-building.html>

²⁶ *International Security Identification Number*.

do obchodního rejstříku²⁷, který se musí uskutečnit do 3 dnů od doručení žádosti²⁸.

Po zápisu do obchodního rejstříku je vydán příkaz Centrálnímu depozitáři cenných papírů k vydání akcií a jejich připsání na účty upisovatelů. V posledním kroku, na základě rozhodnutí burzy, dochází k přijetí primárních akcií na trh. Tímto posledním krokem realizační fáze emitent získává potřebné peněžní prostředky.

4.3 Post realizační fáze

Realizační fází není ještě ukončena úloha emisního manažera. Ten má na starost stabilizování kurzu akcií prostřednictvím tzv. „*green shoe option*“, který umožňuje zápis dalšího²⁹ množství akcií maximálně do 30 dnů od primární emise. Hlavním cílem stabilizace kurzu je zabezpečit, aby cena akcií neklesla pod emisní cenu akcií. Mohou nastat dva scénáře ve vývoji ceny akcií.³⁰

1. Cena klesá: manažer emise zpětně nakupuje akcie nabízeny na trhu a doufá, že zamezí dalšímu podhodnocení kurzu akcií.
2. Cena roste: manažer emise účelně alokuje větší množství akcií.

Jako další prostředek pro zajištění cenové hladiny se používá tzv. „*lock-up agreement*“. Jedná se o ujednání mezi akcionáři o dočasném zákazu prodeje akcií po určitou dobu (obvykle 180 dní) od primární emise cenných papírů. Cílem je zamezit vzniku případné nabídky, která by mohla způsobit pokles ceny akcií na trhu.

²⁷ Tzv. „druhý zápis“.

²⁸ § 206 odst. 1 zákona 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, ve znění pozdějších předpisů.

²⁹ Množství dodatečná emise je okolo 10-15% z celkového objemu IPO.

³⁰ IANNOTTA, Giuliano. *Investment banking*. New York: Springer, 2010, p. cm. ISBN 978-354-0937-647. .Str. 65

V tabulce 4 je znázorněn časový harmonogram realizačních fází IPO. Celý proces IPO není rychlý, ani levný. V roce 2001 došlo ke zkvalitnění legislativy, proto se celý proces zkrátil z 10-22 měsíců na současných 4-8 měsíců.³¹

Tabulka 4: časový harmonogram emise společnosti

Fáze	Proces	Délka v týdnech																									
		<	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Přípravná	Konzultace s poradci	-4																									
	Rozhodnutí o realizaci		0																								
	Výběr poradců			1																							
	Due diligence				2	3	4	5	6	7	8	9															
	Interní ocenění											9	10	11	12												
Realizační	Valná hromada																										
	Příprava prospektu																										
	Schvalování prospektu																										
	Jednání s burzou																										
	Předběžný marketing																										
	Roadshow																										
	Bookbuilding																										
	Fixace ceny a počtu																										
Post-real.	Splácení emisního kurzu																										
	Cenová stabilizace																										

Zdroj: vlastní zpracování Prague Stock Exchange (www.pse.cz)

³¹ IPO. Prague Stock Exchange [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=IPO&language=czech>

5. Anomálie spojené s IPO

Tato kapitola se zabývá dvěma druhy anomálií, které jsou s realizací IPO spojeny. Jedná se o anomálii podhodnocení emisního kurzu a dlouhodobě nižší výkonost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce.

5.1 Podhodnocení emisního kurzu

Ve světové literatuře je podhodnocení emisního kurzu označováno termínem *underpricing*, v české literatuře se můžeme setkat s termínem „počáteční výnosnost IPO“. *Underpricing* je procentní rozdíl mezi emisním kurzem akcií a kurzem akcií, které jsou obchodované v průběhu prvního dne uvedení na trh. Podhodnocení emisního kurzu je nejvíce diskutované téma spojené s realizací IPO. Empirické výzkumy nám ukazují, že dochází k růstu kurzu akcií během prvního dne obchodování, průměrná hodnota růstu se pohybuje okolo 10-15 procent. Proto se nabývá dojem, že emisní kurz akcií by mohl být stanoven výše. Za příčinu můžeme považovat informační asymetrii.

Můžeme uvést dva přístupy, které vysvětlují informační asymetrii mezi emitenty, upisovateli a investory.³²

- 1) Upisovatelé mají vyšší informovanost o poptávce investorů než emitenti. Upisovatelé mohou snáze určit výši podhodnocení emisního kurzu, protože sami určují výši emisního kurzu. Podhodnocení emisního kurzu zvyšuje pravděpodobnost úspěšné kotace, naopak snižuje odměnu požadovanou upisovateli.
- 2) Informovaní investoři jsou schopni odhadnout reálnou cenu akcií, tudíž investují do podhodnocených emisí. Naopak neinformovaní investoři nemohou rozpoznat, zdali je emise podhodnocená nebo nadhodnocená, a proto investují bezděčně.

³² MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: Prvotní veřejná nabídka jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2. Str: 92

Výpočet podhodnocení emisního kurzu znázorňuje následující rovnice.

$$U = \frac{P_{t1} - P_{t0}}{P_{t0}} \times 100(\%),$$

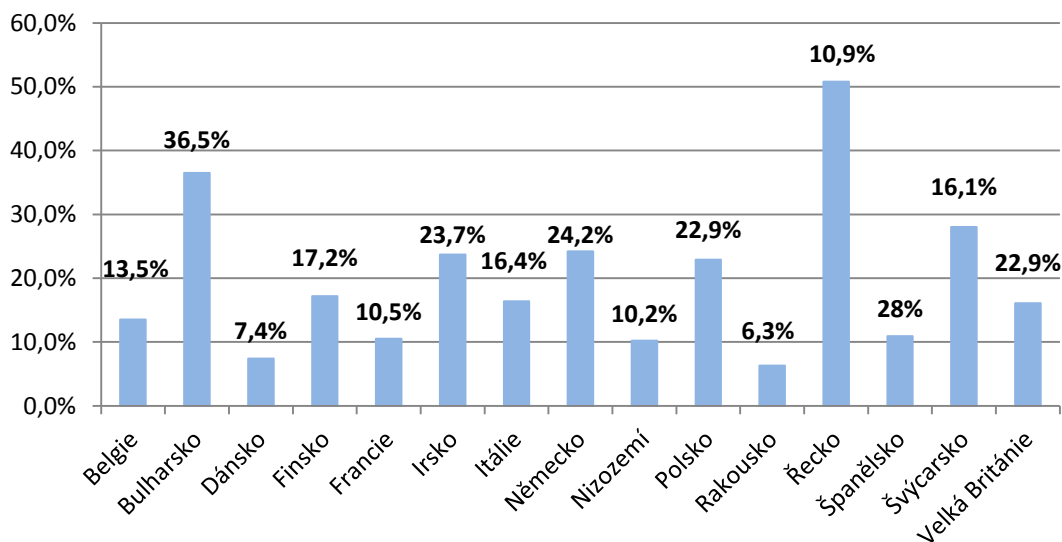
kde U - podhodnocení emisního kurzu akcií

P_{t1} – emisní kurz na konci prvního dne obchodování

P_{t2} – emisní kurz akcie.

Obecně můžeme hovořit, že průměr podhodnocení emisního kurzu mezi roky 1980- 2012 je 17,9 procent³³. Nejnižší průměrné podhodnocení emisního kurzu dosahuje Rusko (4,2%), naopak Čína (164,5%) se řadí mezi země s nejvyšší průměrnou hodnotou podhodnocení.³⁴ Z grafu 2 můžeme porovnat průměrné hodnoty podhodnocení emisního kurzu na evropských trzích. Nejnižší průměrná hodnota je v Rakousku (6,3%) a nejvyšší je v Řecku (50,8%)

Graf 2: Průměrná hodnota podhodnocení emisního kurzu ve vybraných zemích Evropy



Zdroj: Ritter (2013)

³³ RITTER, J.R. 2013. *Initial Public Offerings: Updated Statistics* [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2012Underpricing.pdf>.

³⁴ RITTER, J.R. 2008. *Initial Public Offering: International Insight*. [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/Int2008.pdf>.

Podhodnocení emisního kurzu je pro emitenta implicitní náklad IPO. Čím více je emisní kurz podhodnocen, tím budou implicitní náklady vyšší.

$$UC = (P_{t_1} - P_{t_0}) \times MC,$$

kde UC – náklady spojené s podhodnocením emisního kurzu

MC – tržní kapitalizace (market capitalization).

5.2 Dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce

Dlouhodobě nižší výkonnost akcií je další anomálií, která je spojena s realizací IPO. Akcie podniků, které byly realizovány prostřednictvím IPO, mají sklon k nižší výnosnosti ve srovnání s akciemi ostatních srovnatelných podniků³⁵. Délku nižší výnosnosti akcií odborníci uvádějí okolo 3-5 let. Tento jev byl poprvé prokázán Jay R. Ritterem v roce 1991.

Následující tabulka nám porovnává výnosnost akcií amerických společností, které realizovali IPO v letech 1970-2008 s výnosností srovnatelných společností se stejnou tržní kapitalizací.

³⁵ PALEARI, S. et al. *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Univer-soft, 2006. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.

Tabulka 5: Výnosnost akcií amerických společností v období 1970-2008

	0-6 měsíců	6-12 měsíců	1 rok	2 rok	3 rok	4 rok	5 rok	Geometrický průměr za 5 let
Společnosti, které realizovaly IPO	5,9%	0,3%	6,6%	5,1%	9,8%	17,6%	12,1%	10,2%
Společnosti se stejnou MC	5,2%	5,6%	11,4%	13,3%	13,8%	16,3%	13,6%	13,7%
Rozdíl	0,7%	-5,3%	-4,8%	-8,2%	-4,0%	1,3%	-1,5%	-3,5%
Počet IPO	8252	8225	8252	8364	7591	6687	5815	-
Společnosti, které realizovaly IPO	6,2%	0,6%	7,2%	7,0%	10,5%	17,1%	10,3%	10,4%
Společnosti se stejnou MC	3,9%	4,7%	8,9%	12,6%	10,9%	17,9%	13,0%	12,6%
Rozdíl	2,3%	-4,1%	-1,7%	-5,6%	-0,4%	-0,8%	-2,7%	-2,3%
Počet IPO	7986	7946	7988	7895	7105	6190	5365	-

Zdroj: Ritter (2010)

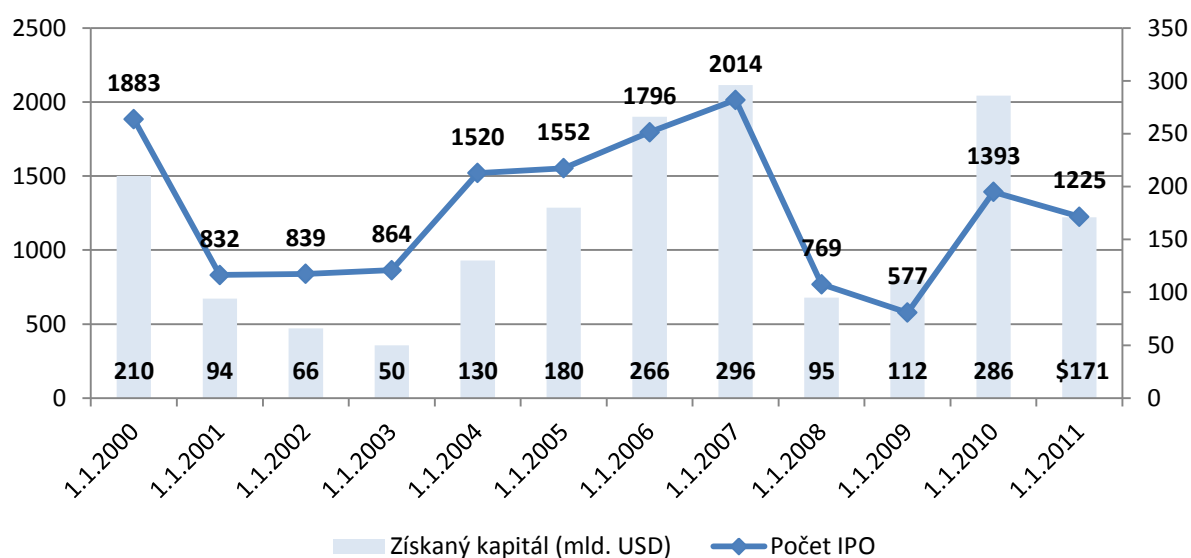
Z tabulky zjišťujeme, že výnosnost akcií, které byly uskutečněny prostřednictvím IPO, byly nižší než u akcií srovnatelných podniků. Během prvních šesti měsíců je tomu z pravidla naopak. Výnosnost akcií realizovaných prostřednictvím IPO je vyšší. Příčinou může být výše zmíněný *lock-up agreement* (dočasný zákaz prodeje akcií), který má u managementu podnítit úsilí ke zvýšení tržní hodnoty společnosti. Během čtvrtého a pátého roku se rozdíly minimalizují.

PRAKTICKÁ ČÁST

6. Světová aktivita IPO

Tato kapitola je zaměřena na základní přehled o vývoji počtu prvotních veřejných nabídek a objemu obchodů na světových trzích. Světový vývoj IPO v letech 2000-2011 je znázorněn v následujícím grafu.

Graf 3: Počet IPO a objem získaného kapitálu v letech 2000-2011 ve světě



Zdroj: Ernst & Young (2011), www.ey.com

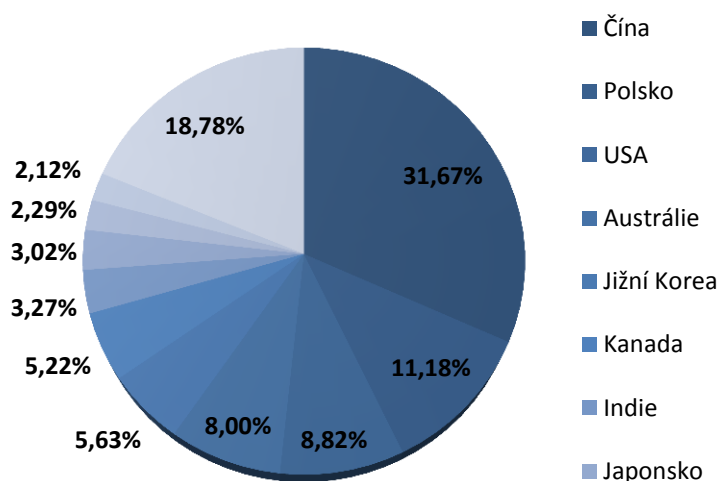
Z grafu 3 můžeme vyčíst, že se velmi podobá vývoji hospodářského cyklu. V devadesátých letech probíhala hospodářská stagnace. V roce 2000 dochází k 1883 realizací IPO. Jedná se zejména o firmy z high-tech sektoru. „Internet bubble“³⁶ splaskává v následujících letech a ochladl zájem o IPO. V letech 2001-2003 dochází ke stagnaci. Naopak v roce 2004 dochází ke změně trendu a počet IPO rekordně roste. V roce 2007 bylo uskutečněno 2014 prvotních veřejných nabídek. Významným mezníkem bylo 14. září, kdy dochází ke krachu americké Investiční banky Lehman Brothers a dochází k celosvětové ekonomické krizi. Nejenže kurz amerického dolaru začal klesat, ale i počet IPO prudce klesl. Meziroční pokles v letech 2007 a 2008 byl v počtu IPO 63% a v objemu získaného kapitálu byl 68%. V roce 2009 došlo k historicky nejnižší

³⁶ Tímto termínem je označováno období přílišného optimismu.

hodnotě získaného kapitálu. V následujícím roce dochází ke 2,5 násobnému vzestupu počtu IPO a dvojnásobnému nárůstu hodnoty získaného kapitálu. I když v roce 2011 dochází k poklesu, výsledky v roce 2012 by měly být pozitivní. Sociální síť Facebook úspěšně emitovala své prvotní akcie na trhu a dodala kapitálovému trhu značnou důvěru.

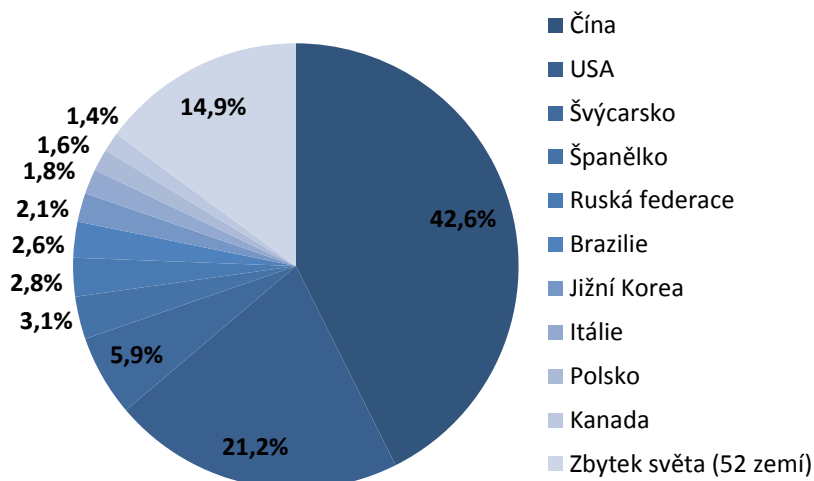
V grafu 4 je znázorněn počet realizací IPO a procentuální rozložení hodnoty získaného kapitálů v roce 2011. Nejvyšší počet a objem byl uskutečněn ve Velké Číně³⁷, 388 prvotních veřejných nabídek a získání 42,6% celkového světového kapitálu v hodnotě 72 mld. dolarů. Překvapením je pro nás Polsko, které si drží své druhé místo v počtu IPO, ale v objemu je na devátém místě na světě. Polský kapitálový trh je rychle rozvíjejícím se trhem, ale tomuto tématu se budeme věnovat v následujících kapitolách. Investičně lákavými trhy se stávají „*emerging markets*“.³⁸ Nasvědčují tomu nejen ekonomické ukazatele (HPD, procentuální dluh k HDP, inflace), ale i výkonnost jednotlivých fondů. Jedná se zejména o trhy z oblasti Středního východu, Asie a zemí Latinské Ameriky. V grafu nám figuruje Jižní Korea, která uskutečnila 69 realizací IPO a získala 2,1% celkového světového kapitálu.

Graf 4: Podíl světových burz na počtu IPO a hodnotě získaného kapitálu v roce 2011



³⁷ Zahnuje Čínu, Hong Kong a Taiwan

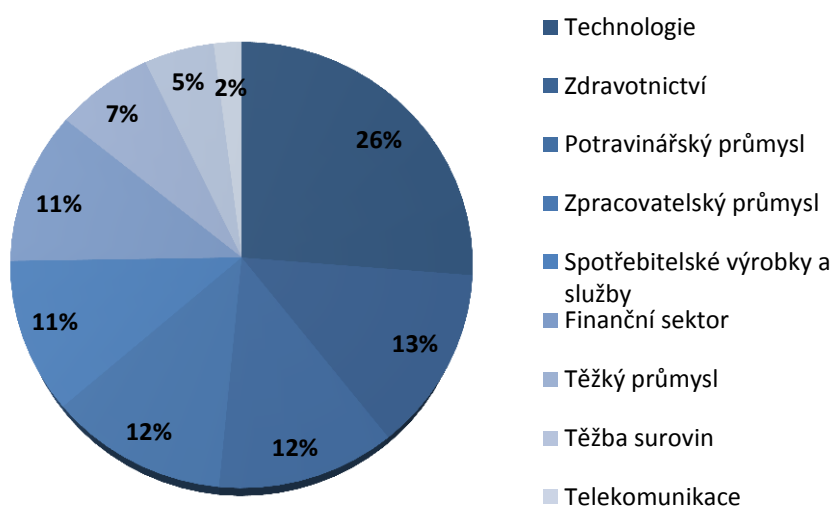
³⁸ Rozvíjející se trhy (Indie, Brazílie, Rusko)



Zdroj: Zdroj: Ernst & Young (2011), www.ey.com

V následujícím grafu je zobrazen procentuální přehled rozložení počtu IPO v jednotlivých hospodářských sektorech v roce 2011. Z grafu nám vyplývá, že nejdominantnější byl technologický sektor. Další největší výtěžky byly realizovány ve zdravotnictví, potravinářském a zpracovatelském průmyslu. Nejnižší počty IPO byly v těžkém průmyslu, těžbě surovin a telekomunikaci. V předchozích letech zde bylo vysoké zastoupení v odvětví nemovitostí, ale vzhledem k dlouhodobé hypoteční krizi objem získaného kapitálu z tohoto odvětví není tak významný jako v ostatních sektorech.

Graf 5: Podíl hospodářských sektorů emitentů na celkovém počtu IPO v roce 2011



Zdroj: Ernst & Young (2011), www.ey.com

Následující graf nám poskytuje přehled o deseti největších IPO na světě v roce 2011. První v tabulce se umístila emise společnosti Glencore³⁹ v hodnotě téměř 7 mld. EUR. Což představuje 4,7 procenta z celkového objemu IPO.

Tabulka 6: Deset největších IPO v Evropě v roce 2011

Společnost	Objem emise (€m)	Burza pro realizaci IPO	Hospodářský sektor	Země původu
Glencore	6 867	Londýn, Hong Kong	Zpracovatelský	Švýcarsko
Bankia	3 092	Madrid	Bankovní	Španělsko
Dia	2 278	Madrid	Maloobchodní	Španělsko
Jastrzębska Spółka Węglowa	1 346	Varšava	Těžební	Polsko
Vallares	1 182	Londýn	Investiční	Velká Británie
Justice Holding	1 063	Londýn	Investiční	Velká Británie
Banca Civica	600	Madrid	Bankovní	Španělsko
OJSC Phosagro	530	Londýn	Chemický	Rusko
Nomos Bank	497	Londýn	Bankovní	Rusko
Aker Drilling	455	Oslo	Oil & Gas	Norsko

Zdroj: Price Waterhouse Coopers (2011), www.pwc.cz

Jedná z nejvýznamnějších primární emise cenných papírů je považována primární emise společnosti NWR v České republice. Jednalo se o trojitou kotaci uskutečněnou na burzách v Londýně, Praze a Varšavě. Tato transakce byla v roce 2008 největší IPO transakcí v Evropě a historicky největší IPO v České republice.⁴⁰

Následující podkapitola se podrobněji věnuje hlavním světovým regionům v oblasti IPO.

³⁹ Největší světový obchodník s komoditami

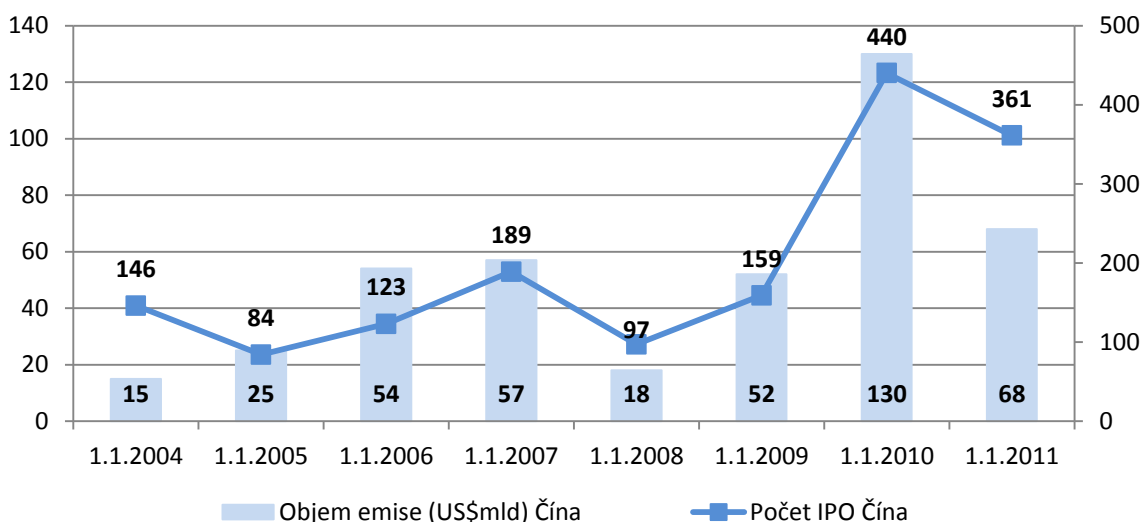
⁴⁰ Primární emise akcií celosvětově zpomalily. *Ernst & Young* [online]. 2008 [cit. 2013-01-06]. Dostupné z: <http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2008-IPO-1>

6.1 Asijský trh

Mezi největší kapitálový trh v Asii je považován trh ve Velké Číně. Burzy cenných papírů v Hong Kongu, Shenzhenu a Shanghai se v roce 2011 zařadily mezi pět největších trhů, co do objemu získaného kapitálu, na světě.

Jak nám znázorňuje graf 6, v roce 2010 bylo ve Velké Číně realizováno 440 prvotních veřejných nabídek, což představuje 31,6 procenta z celkového počtu IPO na světě. V roce 2011 dochází k poklesu o 18 procent v počtu IPO a o 47,7 procent v hodnotě získaného kapitálu. Pokles byl zapříčiněn problémy Evropské Unie v oblasti dluhové politiky. Mezi nejvýznamnější úspěšně realizované emise byly řazeny emise již výše zmíněné společnosti Glencore a italského módního domu Prada.

Graf 6: Objem emise akcií a počet IPO realizovaných ve Velké Číně v letech 2004-2011



Zdroj: Zdroj: Ernst & Young (2011), www.ey.com

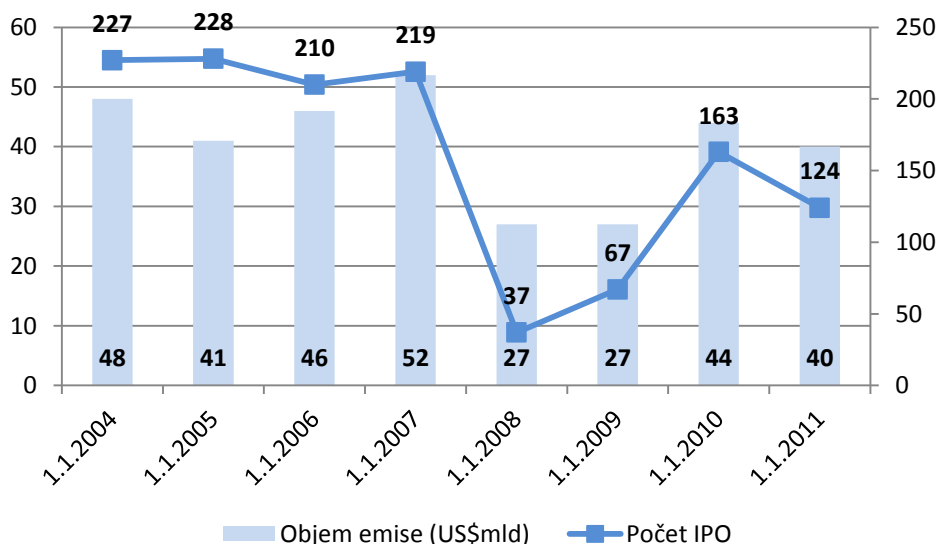
6.2 Americký trh

Americký trh zažil po roce 2003 silný vzestup na trhu s prvotními veřejnými nabídkami. V roce 2002 byl přijat zákon o regulaci nad kapitálovým trhem.⁴¹

⁴¹ Sarbanes-Oxley Act 2002

Jeho účelem bylo zlepšení pravidel dozoru obchodování ve Spojených státech. Firmy často zkreslovaly účetní a finanční dokumenty a nepodávaly skutečné informace o chodu společnosti. Byly také stanoveny účetní a auditorské standardy. Po přijetí tohoto zákona si mnoho společností rozmyslelo vstup na kapitálový trh⁴². Firmy menšího rázu spíše zvažovaly vstup na jinou zahraniční burzu. Zrychlení ekonomického růstu v USA v roce 2004 zvýšilo počet primárních kotací na trhu (viz graf 7). Z důvodu celosvětové hospodářské krize, která začala v polovině roku 2008, došlo k útlumu i na kapitálovém trhu. Zájem o IPO prudce klesl. Počet uskutečněných IPO poklesl o 83 procent a meziroční objem emise se snížil o pouhých 48 procent a to díky emisi společnosti Visa v hodnotě přes 19 mld. USD. V dalších letech se americký trh začal postupně vzpamatovávat. Rok 2011 nebyl podle očekávání, mírný pokles by zapříčiněn obavami kvůli vládnímu dluhu zemí eurozóny. Největší emisí, která byla úspěšně realizována na burze New York v březnu roku 2011, byla kotace společnosti HCA Holding Inc., jejíž objem činil 4,4 mld. USD.

Graf 7: Objem emise akcií a počet IPO realizovaných v USA v letech 2004-2011



Zdroj: Zdroj: Ernst & Young (2011), www.ey.com

Rok 2012 by měl být podle odborníků rokem úspěšným. Americká vláda se snaží podpořit ekonomický růst USA, proto dne 5. května 2012 byl podepsán

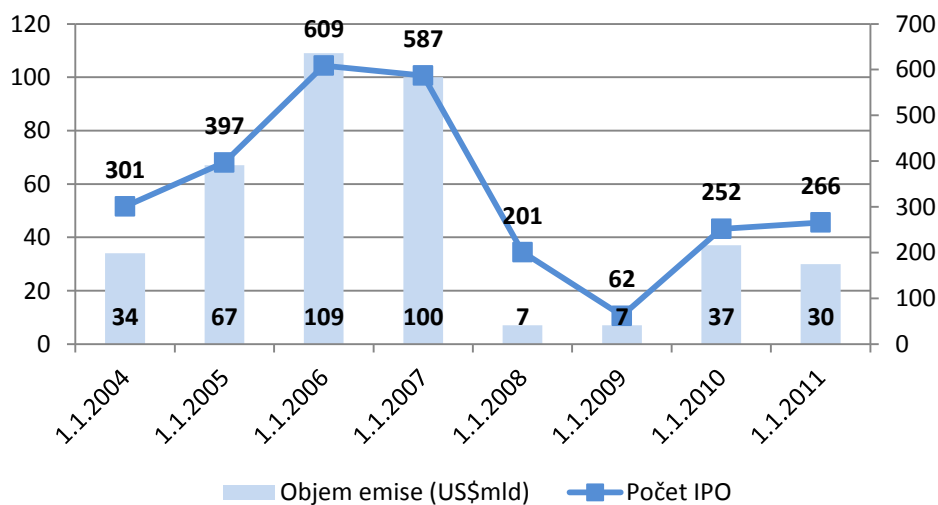
⁴² Vstup na kapitálový trh se stal finančně nákladnou záležitostí, zejména pro menší podniky.

prezidentem Barackem Obamou zákon „*Business Startups Act*“, který má usnadnit menším podnikům přístup ke kapitálu prostřednictvím primární emise cenných papírů. Zákon taktéž usnadňuje některé z regulačních požadavků na společnost.

6.3 Evropský trh

Mezi největšími burzy v Evropě řadíme London Market, London AIM,⁴³ NYSE Euronext, Deutsche Boerse, BME⁴⁴, WSE⁴⁵, Luksemburg. Z grafu 8 je patrné, že evropské trhy byly v roce 2011 povzbudivě odolné oproti ostatním světovým trhům. Hodnota získaného kapitálu poklesla o 19 procent, ale počet úspěšných realizací IPO vzrostl o 6 procent. Největším lídrem v roce 2011 byl polský kapitálový trh, kde na hlavním trhu bylo kotováno 38 IPO a na trhu NewConnect bylo realizováno rekordní počet 172 IPO.

Graf 8: Objem emise akcií a počet IPO realizovaných v Evropě v letech 2004-2011



Zdroj: Zdroj: Ernst & Young (2011), www.ey.com

⁴³ AIM je zkratkou pro Alternative Investment Market londýnské burzy. Trh vznikl v roce 2005 za účelem přilákat na burzu menší firmy. Trh je méně regulovaný s porovnáním s hlavním trhem.

⁴⁴ Burza cenných papírů Madrid

⁴⁵ Burza cenných papírů ve Varšavě

V letech 2004-2007 bylo IPO ve světě populární i na rozvinutých kapitálových trzích „emerging markets“. Rok 2007 byl historicky nejúspěšnějším rokem pro realizaci IPO. V roce 2008 byly všechny trhy ochromeny celosvětovou hospodářskou krizí, která přinesla nepříznivý vývoj na kapitálovém trhu. Americké a evropské trhy postupným zotavováním ztratily své prvenství na světovém kapitálovém trhu. Dominantní postavení získává Čína. Po odeznění krize lze předpokládat, že investoři budou emitovat své prvotní akcie na jednom z rozvinutých kapitálových trhů.

7. Český kapitálový trh

Již od poloviny devatenáctého století se na území dnešní České republiky postupně vytvářely sekundární trhy. První „prozatímní“ burza byla založena v roce 1855, na které se obchodovalo se směnkami a valutami. V roce 1871 byla zřízena Pražská bursa pro zboží a obchod, na základě povolení tehdejšího rakouského ministra obchodu. Ještě téhož roku se na burze začalo obchodovat s akciemi českých podniků a státními dluhopisy. Rok 1873 se negativně podepsal na chod pražské burzy. V tomto roce byl velký burzovní krach na vídeňské burze, který ovlivnil rozvoj pražské burzy. Sečteme-li obchody, které se realizovaly před první světovou válkou, byl jejich objem zanedbatelný k obchodům, které se uskutečnily po první světové válce. Burza po první světové válce byla obnovena na pouhé 3 týdny. Ministr financí Alois Rašín uzavřel dne 24. února 1919 pražskou burzu z důvodu šířící se inflace z Rakouska, která zhroutila celý finanční a měnový systém v Rakousku. Jelikož vídeňská burza zažívala těžké časy, začal se kapitál stěhovat do sousedních států. Pražské burze rozhodnutí Aloise Rašína přineslo své ovoce. Objem obchodů po jejím otevření rostl. Velká hospodářská krize v roce 1929 se podepsala i na pražské burze, ale ne v takovém měřítku jako na vyspělých kapitálových trzích. Třicátá léta minulého století znamenaly opět rozkvět pro pražskou burzu. Vznikem Druhé republiky⁴⁶, byly obchody na pražské burze pozastaveny. Ani po druhé světové válce nebylo obchodování na burze obnoveno.⁴⁷

Od padesátých do osmdesátých let dvacátého století, sekundární kapitálové trhy přestaly naprosto existovat. Teprve až po „sametové revoluci“, která proběhla v roce 1989, mohlo Československo opět růst. Obchodovalo se jednou za čtrnáct dnů na prozatímním sekundárním trhu. Obchodovalo se se státními dluhopisy, bankovními dluhopisy a s podílovými listy investičních fondů na základě aukcí. V roce 1991 byl založen Přípravný výbor pro založení burzy

⁴⁶ 1938-1939, oficiální název Česko-Slovenská republika

⁴⁷ HALFAROVÁ, Simona. Srovnání vývoje českého a polského kapitálového trhu. Praha, 2010. Bakalářská. VŠE.

cenných papírů. Tento výbor se transformoval ve sdružení a nakonec na akciovou společnost. Na základě přijetí burzovního zákona vzniká dne 24. listopadu 1992 Burza cenných papírů Praha, a.s. První obchody byly realizovány až 6. dubna 1993.⁴⁸

Novodobý kapitálový trh se začal formovat na počátku 90. let 20. století. Česká republika obohatila mezinárodní zkušenosti o jev zvaný „kupónová privatizace“.

„Základním argumentem pro takto zvolený způsob byla její relativní rychlost. V kupónové privatizaci měl každý dospělý český občan možnost za poplatek 1000 Kč vstoupit do masového rozdělování státního majetku mezi drobné vlastníky a získat tak akcie privatizovaných společností přímo nebo prostřednictvím nově založených investičních fondů¹¹. První vlna skončila v květnu 1993 a v jejím průběhu bylo touto cestou odstátněno téměř 1000 podniků. Šlo o majetek v hodnotě 200 miliard Kč, přičemž 70 % tohoto objemu získaly investiční fondy na základě investičních kuponů, které jim odevzdali občané. Zbývajících 30 % bylo připsáno na účty drobných akcionářů ve Středisku cenných papírů. V této vlně bylo privatizováno více jak 50 procent potenciálu české ekonomiky. Druhá vlna kupónové privatizace probíhala v roce 1994 a občané v ní mohli získat akcie více jak 800 společností. V rámci působnosti Ministerstva průmyslu a obchodu ČR bylo celkově přetransformováno 1 721 státních podniků v akciové společnosti, které vznikly v průběhu první a druhé vlny privatizace, v souladu se zákonem č. 92/1991 Sb. o převodu majetku státu na jiné osoby⁴⁹. Během první a druhé etapy kuponové privatizace narostl objem obchodů díky uvedení 955 nových emisí v roce 1993 a 674 emisí v roce 1995. O dva roky později bylo vyřazeno 1300 nelikvidních emisí z důvodu nízké likvidity. Bohužel v letech 1994 – 1995 se zjistilo, že dohled nad účastníky trhu není dostatečný. Legislativa nebyla dokonalá. Český kapitálový trh navíc postrádal informace a účinný dohled, většina

⁴⁸ HALFAROVÁ, Simona. Srovnání vývoje českého a polského kapitálového trhu. Praha, 2010. Bakalářská. VŠE.

⁴⁹ PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálový trh v České republice 1993-94*. Praha : Magnet-Press. 349 s. ISBN 80-85847-30-2

*obchodů se uskutečňovala bez zapojení burzy. Výsledek byl takový, že pražský trh měl ve světě velice nízký poměr obrátu k tržní kapitalizaci.*⁵⁰

Vývoj českého kapitálového trhu byl zásadně ovlivněn založením Komise pro cenné papíry dne 1. dubna 1998.⁵¹ Komise pro cenné papíry byla správním úřadem, který kontroloval český kapitálový trh. Jeho hlavním úkolem byla kontrola a ochrana. Od 1. května 2006 byla agenda Komise pro cenné papíry předána České národní bance.

Další důležitý moment v historii českého kapitálového trhu bylo přijetí v roce 2001 pražské burzy do Mezinárodní federace burz. V tomtéž roce byl přijat soubor nových zákonů, které upravovaly kapitálový trh. Tento soubor zákonů odpovídal zákonům Evropské unie.

Současné zákony upravující české kapitálové prostředí jsou mnohem komplexnější a podrobnější než zákony v devadesátých letech, kdy došlo k mnoha skandálům a krádežím.

Zákony týkající se českého kapitálového trhu:⁵²

- zákon o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb.,
- zákon o kolektivním investování č. 189/2004 Sb.,
- zákon o cenných papírech č. 591/1992 Sb.,
- zákon o dluhopisech č. 190/2004 Sb.,
- zákon o dohledu nad kapitálovým trhem č. 15/1998 Sb.,
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

⁵⁰ HALFAROVÁ, Simona. *Srovnání vývoje českého a polského kapitálového trhu*. Praha, 2010. Bakalářská práce. VŠE.

⁵¹ JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha : Grada, 2007. 648 s. ISBN 80-247-1653-4.

⁵² Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. *Ministerstvo financí ČR* [online]. 2005 [cit. 2013-02-06]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kapitalovy_trh_32555.html

7.1 Analýza realizovaných IPO v České republice

Analýza realizovaných IPO v České republice byla provedena na následujících sedmi společnostech. První emise prvotních akcií byla provedena v roce 2004, tím započala „éra“ IPO na pražské burze. Analýza zahrnuje hlavní charakteristiky společnosti, důvody pro vstup na burzovní trh a hlavní údaje o prvotní emisi cenných papírů (počet emitovaných akcií, strukturu akcií a investorů, procentuální rozptyl základního kapitálu veřejnosti, velikost emise, hrubý a čistý výnos společnosti, emisní a konečnou cenu cenných papírů na konci prvního dne obchodování, podhodnocení emisního kurzu).

7.1.1 Zentiva

První společností, která emitovala své primární akcie na hlavním trhu Burzy cenných papírů v Praze byla v roce 2004 společnost Zentiva, N.V. (dále jen Zentiva).⁵³ Společnost Zentiva je třetí největší a rychle rostoucí generickou firmou v Evropě. Je členem skupiny Sanofi⁵⁴.

V následující tabulce jsou uvedeny nejdůležitější údaje o IPO. Jednalo se o tzv. kombinovanou IPO⁵⁵. Hlavní cílem IPO bylo zhodnocení investic prostřednictvím prodeje akcií na burzovních trzích. Bylo upsáno celkově 4 329 896 kusů primárních akcií, kde emisní kurz akcie byl 15,21 EUR. Celkový hrubý výnos společnosti byl 65,85 EUR. Přímé náklady byly vyhodnoceny na 11,5 mil EUR, což je 6,6 procent z celkové hodnoty emise. Čistý výnos, po odečtení přímých nákladů byl 58,67 mil. EUR Kč. Kurz se na konci prvního dne obchodování vyšplhal na 15,82 EUR. Z výše uvedených údajů si můžeme lehce odvodit velikost podhodnocení emisního kurzu, tj. 4,02 procenta.

⁵³ Za zmínku stojí, že první společností, která emitovala své akcie na mimoburzovním trhu, byla společnost Software 602, a.s., která se zabývala prodejem textových editorů. Objem této emise byla 20 mil. Kč.

⁵⁴ Zentiva. *Annual report 2004* [online]. 2004 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: ECM. <i>Shrnutí prospektu 2006</i> [online]. 2006 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/getattachment/b1059891-913c-4e06-9427-022f94844399/shrnuti-prospektu.aspx>

⁵⁵ Akcie firmy Zentiva byly kotovány na pražské burze a na londýnské burze ve formě globálních depozitních akcií.

Dne 28. dubna 2009 společnost Zentiva ukončila obchodování svých akcií na pražské burze. Příčinou bylo převzetí společností Sanofi.

Tabulka 7: Hlavní údaje o IPO společnosti Zentiva

Datum emise	28.6.2004	ISIN	NL0000405173
Počet akcií před IPO	33 806 334	Free float	30,16%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	4 329 896	institucionální investoři	100%
sekundární akcie	5 670 104	retailoví investoři	0%
opce navýšení	1 500 000	Emisní kurz (EUR/ks)	15,21
Celkový počet upsaných akcií	11 500 000	Velikost emise (EUR)	174 898 087,17
Počet akcií po IPO	38 136 230	Hrubý výnos (EUR)	65 851 350,27
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1. dne obchodování (EUR/ks)	505
poplatky upisovatelů	6 995 923,5	Underpricing	4,02%
ostatní přímé náklady	4 546 879,9		
Celkové přímé náklady (EUR)	11 542 803,39		
Čistý výnos (EUR)	58 670 429,6		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies* (2012)

7.1.2 ECM Real Estate Investments

O dva roky později se pražská burza dočkala dalšího emitenta. V prosinci roku 2006 společnost ECM Real Estate Investments, A.G. (dále jen ECM) uskutečnila primární emisi cenných papírů. Hlavní činnosti emitenta je projektování a výstavba komerčních a rezidenčních nemovitostí⁵⁶.

Společnost realizovala tzv. kombinovanou IPO jako to bylo v případě společnosti Zentiva. Společnost ECM chtěla prostřednictvím IPO získat potřebné finanční zdroje na realizaci svých projektů a snížit tím své zadlužení. Veřejnosti bylo nabídnuto 90 procent všech akcií, což představuje více než 44 procent základního kapitálu. Bylo upsáno celkově 1 275 000 kusů nových akcií s nabídkovou cenou 47 EUR za kus. Celkový hrubý výnos emise byl 48,87 mil. EUR. Celkové přímé náklady představovaly 6,86 procent

⁵⁶ ECM. *Shrnutí prospektu 2006* [online]. 2006 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/getattachment/b1059891-913c-4e06-9427-022f94844399/shrnuti-prospektu.aspx>

z celkového objemu emise. Nepřímé náklady v podobě podhodnocení emisního kurzu byly 11,7 procent z celkového objemu emise. V současné době je obchodování s akcemi společnosti ECM pozastaveno.

Tabulka 8: Hlavní údaje o IPO společnosti ECM

Datum emise	7.12.2006	ISIN	LU0259919230
Počet akcií před IPO	2 460 000	Free float	44,47%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	1 275 000	institucionální investoři	90%
opce navýšení	127 500	retailoví investoři	10%
sekundární akcie	315 030	Emisní kurz (EUR/ks)	47
Celkový počet upsaných akcií	1 717 530	Velikost emise (EUR)	80 723 910
Počet akcií po IPO	3 862 500	Hrubý výnos (EUR)	65 917 500
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1.dne obchodování (EUR/ks)	52,5
poplatky upisovatelů	4 036 196	Underpricing	11,70%
ostatní přímé náklady	1 500 000		
Celkové přímé náklady (EUR)	5 536 196		
Čistý výnos (EUR)	61 119 875		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies (2012)*

7.1.3 Pegas

Třetím emitentem na pražské burze byla společnost Pegas Nonwovens, S.A. (dále jen Pegas), která zároveň emitovala své prvotní akci na varšavské burze. Předmětem činnosti emitenta je výroba netkaných textilií. Realizaci IPO si společnost chtěla zajistit splacení svých dluhů a realizovat své investice ve východní Evropě⁵⁷.

Z tabulky 9 je zřejmé, že investorům byly především nabídnuty sekundární akcie (tj. 64 procent všech nabídnutých akcií). Bylo celkově nabídnuto přes 54 procent základního kapitálu veřejnosti. Celkový objem emise byl 136,15 mil. EUR při emisní ceně akci 27 EUR za kus. Akcie na konci prvního dne byly

⁵⁷ Pegas. *Poletevní zpráva 2012* [online]. 2012 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: http://www.pegas.cz/Data/files/investori/Vyrocní%20zpravy/PEGAS_HYR%202012_CZ.pdf

obchodovány za 28,22 EUR, to znamená, že hodnota podhodnocení emisního kurzu byla 4,53 procenta. Čistý výnos společnosti po odečtení všech přímých nákladů, tj. 7,28% z celkového objemu emise, byl 42 mil. EUR, který byl použit především na snížení jejich zadlužení.

Tabulka 9: Hlavní údaje o IPO společnosti Pegas

Datum emise	18.12.2006	ISIN	LU0275164910
Počet akcií před IPO	7 429 400	Free float	54,64%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	1 810 000	institucionální investoři	90%
sekundární akcie	2 575 000	retailoví investoři	10%
opce navýšení	657 750	Emisní kurz (EUR/ks)	27
Celkový počet upsaných akcií	5 042 750	Velikost emise (EUR)	136 154 250
Počet akcií po IPO	9 229 400	Hrubý výnos (EUR)	48 870 000
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1.dne obchodování (EUR/ks)	28,22
poplatky upisovatelů	4 766 000	Underpricing	4,53%
ostatní přímé náklady	5 150 000		
Celkové přímé náklady (EUR)	9 916 000		
Čistý výnos (EUR)	42 000 000		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies (2012)*

7.1.4 AAA Auto

Společnost AAA Auto Group, N.V. (dále jen AAA Auto) je známa jako největší síť autobazarů v České republice. Hlavní činnosti společnosti je prodej ojetých vozů a zprostředkování finančních služeb v automobilové oblasti ve střední a východní Evropě. Emise primárních akcií byla uskutečněna v září roku 2007. Jednalo se o dvojitou kotaci na pražské a budapešťské burze cenných papírů⁵⁸.

Investorské společnosti bylo nabídnuto celkem 17 757 875 primárních cenných papírů. Emisní kurz byl stanoven na 2 EUR za kus. Celková velikost představovala hodnotu 35,5 mil. EUR. Přímé náklady byly vypočteny

⁵⁸ AAA Auto. *Výroční zpráva 2011* [online]. 2011 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/publikace/vyrocní-zprava-2011/article.html?id=33682>

na 6,76 procent. Celkový čistý výnos společnosti, který byl použitý k rozšiřování svých aktivit na Balkánském poloostrově a v zemích bývalého Sovětského svazu, představoval 33,1 mil. EUR. Podhodnocení emisního kurzu bylo pouhých 0,05 procenta.

Tabulka 10: Hlavní údaje o IPO společnosti AAA Auto

Datum emise	24.9.2007	ISIN	NL0006033375
Počet akcií před IPO	50 000 000	Free float	26,21%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	17 757 875	institucionální investoři	61%
sekundární akcie	-	retailoví investoři	29%
opce navýšení	-	Emisní kurz (EUR/ks)	2
Celkový počet upsaných akcií	17 757 875	Velikost emise (EUR)	35 515 750
Počet akcií po IPO	67 757 875	Hrubý výnos (EUR)	35 515 750
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1.dne obchodování (EUR/ks)	2
poplatky upisovatelů	1 052 379	Underpricing	0,05%
ostatní přímé náklady	1 347 621		
Celkové přímé náklady (EUR)	2 400 000		
Čistý výnos (EUR)	42 000 000		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies* (2012)

7.1.5 VGP

Další společnost, která v roce 2007 emitovala své akcie na pražské burze byla společnost VGP, N.V. (dále jen VGP). Tato společnost se zabývá akvizicemi, developerstvím a správou semiindustriálních realit. Společnost na rozdíl od výše uvedených společností emitovala své prvotní akcie pouze na pražské burze. Cílem realizace IPO byl rozvoj svých podnikatelských záměrů, zejména nákup pozemků a dokončení realizovaných projektů⁵⁹.

V případě společnosti VGP, bylo nabídnuto 3 583 050 kusů akcií, ale rozptýl byl pouhých 3,28 procent, protože 83 procent nabízených akcií bylo nabídnuto pouze osobám, které byly v přízni s majiteli. Emisní cena akcií byla stanovena

⁵⁹ Annual Report 2007. VGP [online]. 2007 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: AAA Auto. <i>Výroční zpráva 2011</i> [online]. 2011 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/publikace/vyrocní-zpráva-2011/article.html?id=33682>

na 16,56 EUR za kus. Hrubý výnos společnosti byl vyčíslený na 56,64 mil. EUR. Celkové přímé náklady tvořily 9 procent z objemu emise (tj. 4,9 mil EUR). Čistý výnos společnosti byl téměř 50 mil. EUR. Podhodnocení emisního kurzu bylo stanoveno na 2,3 procenta, závěrečný kurz prvního dne obchodování byl 15,60 EUR.

Tabulka 11: Hlavní údaje o IPO společnosti VGP

Datum emise	7.12.2007	ISIN	BE0003878957
Počet akcií před IPO	15 000 000	Free float	3,28%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	3 278 688	institucionální investoři	-
opce navýšení	304 362	retailoví investoři	17%
sekundární akcie	-	Emisní kurz (EUR/ks)	15,25
Celkový počet upsaných akcií	3 583 050	Velikost emise (EUR)	54 641 512
Počet akcií po IPO	18 583 050	Hrubý výnos (EUR)	54 641 512
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1.dne obchodování (EUR/ks)	15,60
poplatky upisovatelů	-	Underpricing	2,30%
ostatní přímé náklady	-		
Celkové přímé náklady (EUR)	4 917 737		
Čistý výnos (EUR)	49 723 777		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies (2012)*

7.1.6 New World Resources

Rok 2008 byl rokem realizace IPO pro společnost New World Resources, N.V. (dále jen NWR). Společnost NWR je jedním z předních producentů černého uhlí a koksu ve střední Evropě. Prostřednictvím své dceřiné společnosti OKD, a.s. je největší těžební společností v České republice. Realizace IPO byla uskutečněna trojitou kotací na londýnské, varšavské a londýnské burze⁶⁰. Společnost NWR realizovala kombinovanou IPO, nabízela primární

⁶⁰ IPO Documents. *Newworldresources* [online]. 2008 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.newworldresources.eu/en/investors/ipo-documents>

i sekundární akcie. Hlavním cíl realizace IPO byl prodej akcií stávajících akcionářů⁶¹.

Veřejnosti bylo nabídnuto 36 procent celkového počtu akcií o celkovém počtu 13,5 mil kusů. Objem emise byl 1,58 mld. EUR. Jak bylo uvedeno v předchozí kapitole, jednalo se o největší IPO transakci v Evropě. Celkový hrubý výnos NWR činil 223,6 mil. EUR. Celkové přímé náklady tvořily 5,61 procent z celkové velikosti emise. Čistý výnos společnosti představoval 175,67 mil. EUR. Emisní kurz byl stanoven na 16,56 EUR za kus, na konci prvního dne se cena akcie vyšplhala na 17,81 EUR. Podhodnocení emisního kurzu činilo 7,55 procent.

Tabulka 12: Hlavní údaje o IPO společnosti NWR

Datum emise	6.5.2008	ISIN	GB00B42CTW68
Počet akcií před IPO	250 239 999	Free float	36,20%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	13 500 000	institucionální investoři	90%
sekundární akcie	69 513 344	retailoví investoři	10%
opce navýšení	12 452 001	Emisní kurz (EUR/ks)	16,56
Celkový počet upsaných akcií	95 465 345	Velikost emise (EUR)	1 581 144 776
Počet akcií po IPO	263 739 999	Hrubý výnos (EUR)	223 592 750
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1.dne obchodování (EUR/ks)	17,81
poplatky upisovatelů	47 343 343	Underpricing	7,55%
ostatní přímé náklady	41 218 448		
Celkové přímé náklady (EUR)	88 561 791		
Čistý výnos (EUR)	175 667 488		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies* (2012)

7.1.7 Fortuna

Po celosvětovém útlumu na všech kapitálových trzích v roce 2009 se společnost Fortuna Entertainment Group N.V. (dále jen Fortuna) rozhodla emitovat své primární emise cenných papírů na pražské a varšavské burze. Společnost Fortuna je největším středoevropským provozovatelem kurzových

⁶¹ Výzkum prvotních veřejných nabídek akcií. *Ekonomie-management* [online]. 2009 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: http://www.ekonomie-management.cz/download/1331826714_b4fc/08_meluzin.pdf

sázek. Nově emitované akcie měly získat potřebný finanční kapitál k vývoji nových produktů a rozšíření stávající sítě poboček a služeb. Fortuna uskutečnila kombinovanou IPO⁶².

Prostřednictvím prvotní veřejné nabídky bylo veřejnosti, kterou představovali z 90 procent institucionální investoři a z 10 procent investoři retailoví, nabídnuto přes 32 procent základního kapitálu společnosti. Celková emise činila cca 73,2 mil. EUR, hrubý výnos společnosti představoval 8,6 mil. EUR. Celkové přímé náklady si však společnost nepřála zveřejnit. Emisní cena akcií byla 4,30 EUR za akcii. Cena akcií na konce dne se zvýšila o dva centy. Hodnota podhodnocení emisního kurzu byla pouhých 0,47 procent.

Tabulka 13: Hlavní údaje o IPO společnosti Fortuna

Datum emise	22.10.2010	ISIN	NL0009604859
Počet akcií před IPO	50 000 000	Free float	32,74%
Struktura IPO (ks)		Struktury investorů	
primární akcie	2 000 000	institucionální investoři	90%
sekundární akcie	13 830 000	retailoví investoři	10%
opce navýšení	1 194 670	Emisní kurz (EUR/ks)	4,3
Celkový počet upsaných akcií	17 024 670	Velikost emise (EUR)	73 206 081
Počet akcií po IPO	52 000 000	Hrubý výnos (EUR)	8 600 000
Náklady (EUR)		Závěrečný kurz 1.dne obchodování (EUR/ks)	4,32
poplatky upisovatelů	-	Underpricing	0,47%
ostatní přímé náklady	-		
Celkové přímé náklady (EUR)	-		
Čistý výnos (EUR)	-		

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. *Public Offering: Theory and Practice of Czech and Polish Companies (2012)*

⁶² Prospectus. *Fortuna group* [online]. 2010 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: IPO Documents. <i>Newworldresources</i> [online]. 2008 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.newworldresources.eu/en/investors/ipo-documents>

7.1.8 Vyhodnocení analýzy realizovaných IPO v České republice

Všechny zmíněné společnosti jsou společnostmi nadnárodními. Svou činnost provozují na území České republiky. Společnosti mají holdingový charakter, kde jejich mateřská společnost sídlí v jiném státě. V západních zemích je zvykem financování svých aktivit prostřednictvím realizace IPO. Dále si můžeme všimnout, že většina společností kotovala své prvotní akcie zároveň na dalším zahraničním kapitálovém trhu (londýnská burza, varšavská burza, budapešťská burza). Z výše uvedených údajů vyplývá, že převažuje IPO kombinovaného charakteru. Byly nabídnuty primární akcie i sekundární akcie. Porovnáme-li strukturu investorů, institucionální investoři tvořili hlavní skupinu, kterým byly nabídnuty prvotní akcie. Retailovým investorům bylo většinou nabídnuto 10 procent ze všech nabízených akcií. V některých případech bylo počáteční nabízené množství převyšeno poptávkou, proto manažer emise musel požádat o dodatečný úpis dalších akcií. Budeme-li srovnávat velikost emise, největší emisi cenných papírů realizovala společnost NWR (1,58 mld. EUR), nejmenší společnost AAA (35.5 mil. EUR), medián představoval 80,72 mil. EUR. Výpočty ukázaly, že přímé náklady byly vyčísleny v intervalu od 5,6 procent do 9 procent z objemu emise, z toho poplatky manažerům emise tvořily hlavní část přímých nákladů (2,5 – 5 procent). Pro podhodnocení emisního kurzu nemůžeme definovat žádné závěry, protože jeho výše se v jednotlivých případech lišila. Abychom dosáhly nějakého závěru, muselo by být realizováno větší počet IPO v České republice a musela by být provedena hlubší analýza údajů.

Na základě literatury Meluzín, Zinecker a Lapinská (2012) byl proveden kvalitativní výzkum společností, které realizovaly IPO v České republice. Výzkum byl proveden formou osobních setkání se zástupci společností⁶³.

Společnosti uvedly, že hlavním důvodem realizace IPO bylo získání kapitálů bez jakéhokoliv splácení. To je opravňovalo k tomu, že mohou optimalizovat

⁶³ MELUZÍN, Tomáš, Marek ZINECKER a Justyna ŁAPIŃSKA. *Initial public offering: theory and practice of czech and polish companies*. Toruń: Polish Economic Society, Branch in Toruń, 2012, 179 s. ISBN 978-83-62049-15-8. Str.132

kapitálovou strukturu, snížit náklady pro získávání dalšího kapitálu (zejména dluhového charakteru). Společnosti poukazují na to, že realizace IPO zvýšila jejich důvěryhodnost u bankovních institucí, a ty jim nabídly lukrativnější podmínky, než měli před uskutečněním IPO, například nižší úrokovou sazbu.

Další důvod realizace IPO byl ten, že přijetí prvotních akcií k obchodování na české burze je jedním ze znaků úspěšné činnosti společnosti a jejího managementu. Vstup společnosti na kapitálový trh je propojen s rostoucí publicitou, znalostí přímé a nepřímé nabídky jejich produktů a služeb, které mají pozitivní vliv na jejich goodwill. Společnosti, které působí na burzovním trhu, jsou brány jako nejúspěšnější ve svém oboru.

Nevýhody, týkající se realizace IPO, jsou spojeny s vysokými náklady za externí poradce, za interní lidské zdroje a za nové procesy v podnikání, kterými je myšleno plnění informační povinnosti. Náklady na realizaci IPO nepředstavují jednorázové odměny za získání finančních zdrojů, nýbrž jsou vyjádřeny v poměru k objemu emise.

Emitující společnosti nechápou podhodnocení emisního kurzu jako významný výdaj, ale tato položka je vnímána jako nástroj, kterým je měřena úspěšnost realizace IPO. Emitenti tvrdí, že podhodnocení emisního kurzu pomáhá zajistit poptávku po jejich akciích od institucionálních investorů a soukromých investorů. Čím je větší podhodnocení emisního kurzu, tím více roste zájem investorů.

Jestliže společnost vstupuje na kapitálový trh, je nutné zajistit transparentnost současných i minulých informací o chodu společnosti. Výše uvedené společnosti konstatují, že management společnosti strávil nejvíce času na přípravné fázi IPO. Proto se celý proces realizace zpomalil. Realizace IPO představuje zpětné vyhodnocení celého provozu společnosti, proto podrobné prověření právníky a auditory je zcela nezbytnou součástí přípravné fáze.

Další náročným procesem pro společnosti bylo vytvoření prospektu, který popisuje minulost, současnost i budoucnost. Všechny údaje obsaženy

v prospektu musí korespondovat se skutečností. Po vytvoření prospektu, je nezbytné tento dokument prezentovat investorům, zejména investorům institucionálním.

Společnosti emitující své prvotní akcie na českém trhu byly seznámeny se všemi výhodami a nevýhodami spojené s realizací IPO. Hlavními důvody realizace IPO v České republice byly:

- společnosti realizovali předmět podnikání na území České republiky,
- tržní příležitost,
- nízký počet uskutečněných IPO v České republice.

Společnosti také došly k závěru, že vstup prostřednictvím realizace IPO vnímali přirozeně, jakou součást životního cyklu společnosti. IPO nebylo vnímáno jako alternativní zdroj financování. Vstup na kapitálový trh je nevratná procedura, proto se IPO nesmí posuzovat pouze z finančního hlediska⁶⁴.

⁶⁴ MELUZÍN, Tomáš, Marek ZINECKER a Justyna ŁAPIŃSKA. *Initial public offering: theory and practice of czech and polish companies*. Toruń: Polish Economic Society, Branch in Toruń, 2012, 179 s. ISBN 978-83-62049-15-8. Str.134

8. Polský kapitálový trh

V roce 1817 byla otevřena první burza cenných papírů na tehdejším území Polska. Předmětem obchodování byly většinou dluhopisy a směnky. Nejvýznamnější burza byla burza varšavská, kde se koncentrovalo okolo 90 procent obchodu. Dále existovaly burzy v Katovicích, Krakově, Lodži, Lvově, Poznani a Vilniusu. Obchodování na burze bylo zastaveno po vypuknutí druhé světové války.

Polský kapitálový trh se začal formovat až po roce 1989, kdy se Polsko začalo tržně transformovat. I v Polsku byl tento proces úzce spojen s pojmem kupónová privatizace. Na počátku devadesátých let byl přijat zákon o cenných papírech. Vznikla také komise pro cenné papíry a burzy (Komisja Papierów Wartościowych i Giełd), která měla za úkol odkrýt ekonomickou, finanční, organizační a právní situaci emitentů cenných papírů. Tato instituce disponovala velkými pravomocemi, které měly pozitivní vliv na vnímání varšavské burzy. Vzhledem k nedostatku zkušeností v oblasti kapitálových trhů, byla v říjnu roku 1990 podepsána dohoda s Francií, která pomohla Polsku vytvořit burzu cenných papírů ve Varšavě. Burza cenných papírů Varšava byla založena jako akciová společnost v roce 1991. První obchodování proběhlo s pěti tituly dne 16. dubna 1991. V roce 1994 se varšavská burza stala prvním členem Mezinárodní federace burz cenných papírů ze zemí střední a východní Evropy.⁶⁵

V roce 1990 byl schválen zákon o privatizaci státních podniků. Přístup k privatizačnímu procesu se zcela lišil od přístupu v České republice. Nejednalo se o tzv. masový výprodej státních podniků soukromým investorům. Polská vláda prodávala, prostřednictvím obchodníků s cennými papíry, podniky přímo na burze ve Varšavě. Polská vláda vytvořila velice živý trh akcií, kdy v rámci privatizačního procesu bylo zprivatizováno 512 společností.⁶⁶ Po skončení

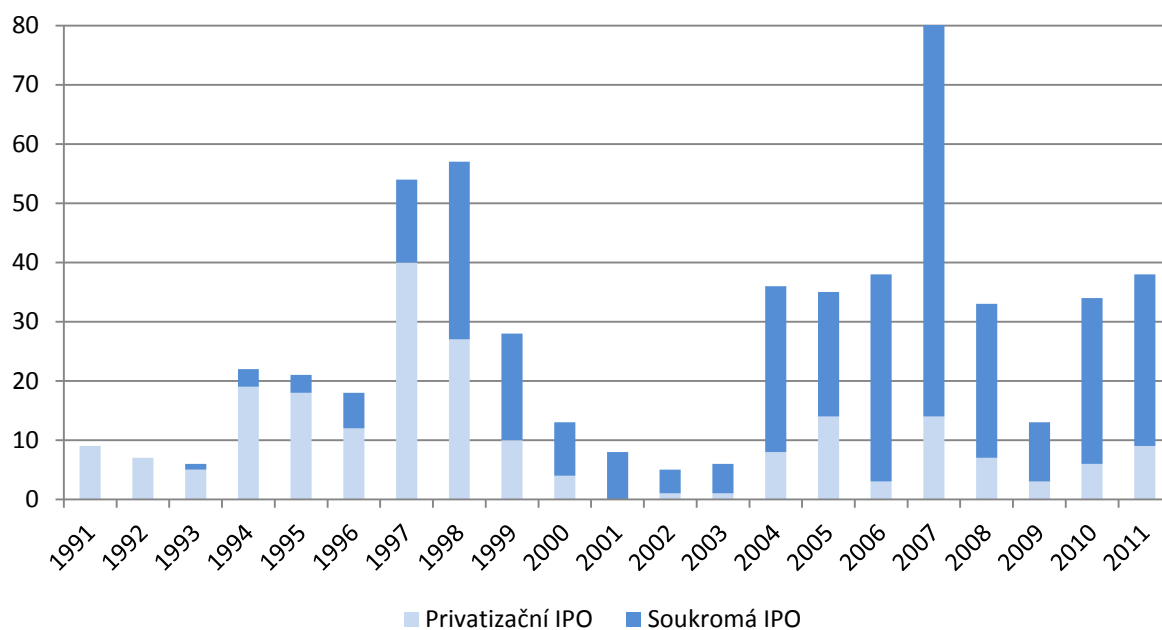
⁶⁵ HALFAROVÁ, Simona. Srovnání vývoje českého a polského kapitálového trhu. Praha, 2010. Bakalářská. VŠE.

⁶⁶ *Rynek Finansowy i Jego Mechanizmy*. Warszawa : Wydawnictwo Naukowe PWN SA, 2007. 639 s. ISBN 978-83-01-14893-5. str. 165.

privatizačního procesu, se polská vláda, rozhodla privatizovat státní podniky. Důvodem je financování vládního deficitu prostřednictvím primární emise státních podniků.⁶⁷

Následující graf nám znázorňuje vývoj aktivity IPO privatizačního charakteru a soukromého charakteru. V letech 1991-1997 převažovaly úspěšné realizace privatizačních IPO.

Graf 9: Počet IPO v Polsku v letech 1991-2011



Zdroj: vlastní zpracování na podle *gpw.pl*, *Fact Books 1991-2012*

⁶⁷HALFAROVÁ, Simona. Srovnání vývoje českého a polského kapitálového trhu. Praha, 2010. Bakalářská. VŠE.

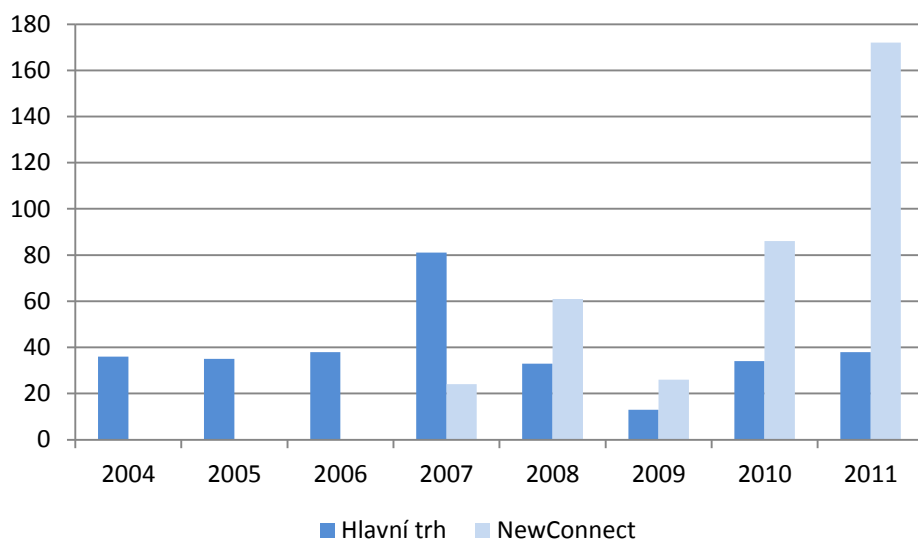
8.1 Analýza realizovaných IPO v Polsku

Vzhledem k situaci, že v Polsku bylo realizováno zhruba 60 krát více IPO než v České republice, nemá smysl se všemi uskutečněnými IPO zabývat. V této podkapitole se budeme snažit najít důvody vysokého počtu realizovaných IPO v Polsku v porovnání s Českou republikou.

Je nutné podotknout, že v roce 2007, se součástí varšavské burzy stal alternativní trh NewConnect. NewConnect je určen pro financování rozvoje mladých firem, které mají vysoký růstový potenciál. Tyto firmy vstupují na NewConnect, aby mohly získat potřebný kapitál na financování svého rozvoje. Tento alternativní trh je rychle rozvíjejícím se trhem.

Jak již bylo popsáno v předchozí kapitole. V České republice bylo realizováno pouze 6 primárních emisi od roku 1994. Následující graf nám zobrazuje počet realizovaných IPO na hlavním trhu a alternativním trhu NewConnect v Polsku.

Graf 10: Počet IPO v Polsku na hlavním trhu a NewConnect v letech 2004-2011



Zdroj: vlastní zpracování na podle gpw.pl, Fact Books 2004-2012

Srovnáme-li objemy emisí IPO v České republice a v Polsku, zjistíme, že největší polská emise IPO měla objem 1 289 mil. EUR. V České republice zrealizovala největší emisi společnost NWR, která se řadí v Polsku na čtvrté místo v letech 2005-2011. Vše je popsáno v následující tabulce.

Tabulka 14: Deset největších IPO dle objemu emise v letech 2005-2011 v Polsku

Společnost	Rok	Velikost emise (mil. EUR) ⁶⁸	Odvětví
JSW	2011	1 289	těžební průmysl
TAURON	2010	1 008	energetika
PZU	2010	1 944	pojišťovna
NWR	2008	1 580	těžební průmysl
PGE	2009	1 440	energetika
PGNIG	2005	1 416	plynárenství
ENEA	2008	480	energetika
GPW	2010	415	finančnictví
LCCORP	2007	254	developer
IMMOEAST	2007	2 568	developer

Zdroj: vlastní zpracování na podle *gpw.pl*, *Fact Books 2006-2012*

Burza cenných papírů ve Varšavě funguje na podobném principu jako pražská burza. Hlavní rozdíly jsou mezi kapitálovými trhy. Burza cenných papírů ve Varšavě je pokládána za vizitku úspěšného polského kapitalismu.

V Polsku roku 1999 proběhla důchodová reforma, která je v České republice zatím v raných počátcích realizace. V Polsku je koncept důchodového zabezpečení postaven na všech třech pilířích. První pilíř je tzv. „pay as you go“, to znamená, že příspěvky na sociální zabezpečení, které je odváděno ze mzdy, jsou ihned použity na důchody. V druhém pilíři jsou povinné příspěvky ze mzdy investovány. Třetí pilíř je dobrovolný. V České republice byla absence druhého pilíře do roku 2012.

V Polsku, se po roce 1999 zvýšil počet střadatelů. Tím se zvýšil i objem peněz, které jsou následně penzijními fondy investovány. Vzrostla poptávka po investičních příležitostech, zejména po domácích IPO. V Polsku proto

⁶⁸ Přepočteno kurzem aktuálním kurzem k 19.02.2013 0,24 PLN/EUR podle www.nbp.pl

existují obrovské penzijní fondy, které musí 95 procent peněz utratit pouze na domácí burze. Polská vláda povolila pouhých 5 procent objemu peněz investovat na zahraničních trzích. Podle předsedy představenstva Burzy cenných papírů Praha Ing. Petra Koblice, mají penzijní fondy zhruba 35 procent portfolia vlastněny v akcích. Na varšavskou burzu ročně přiteče miliony eur nových peněz. V České republice musí penzijní fondy investovat výhradně do krátkodobých dluhopisů.

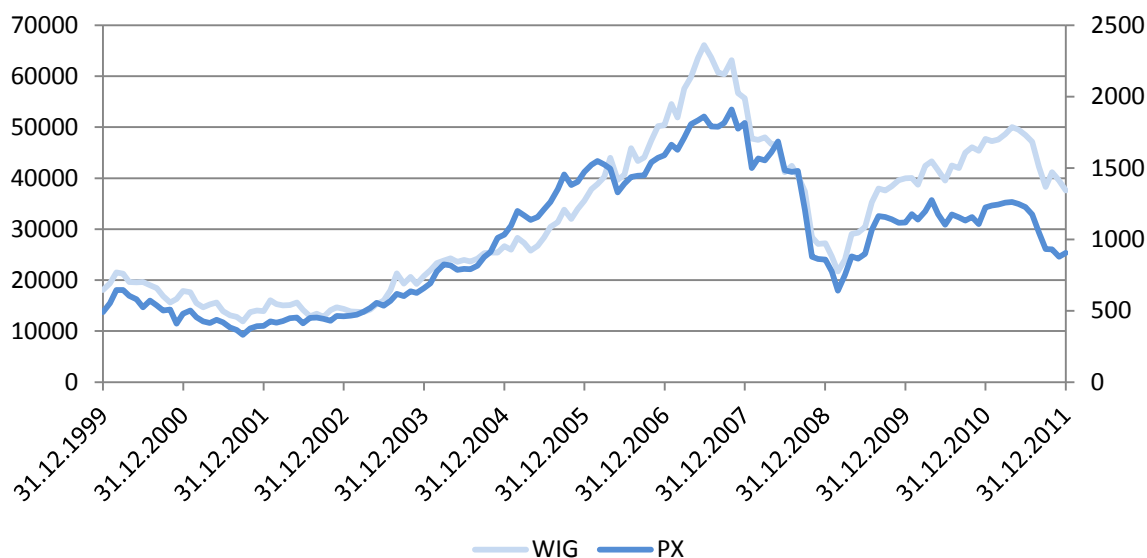
Další rozdíl můžeme najít v dobře fungujícím dohledu v Polsku. V České republice byla absence dozoru nad kapitálovým trhem v 90. letech. Porovnáme-li sektor podílových fondů, v Polsku se díky dobře fungující regulaci neztratil jediný zloty, oproti tomu v českém prostředí zůstalo pouze pár fondů nevykradeno.

8.2 Srovnání polského a českého kapitálového trhu z hlediska IPO

Tato podkapitola se věnuje srovnání české a polské burzy cenných papírů. Jako ukazatele, které analyzují oba trhy, je vývoj burzovních indexů, počet kotovaných společností, tržní kapitalizace a likvidita.

Z grafu 12 si můžeme povšimnout téměř identického vývoje obou burzovních indexů PX a WIG. V letech 2006-2007 dosahovaly oba indexy svých historicky nejvyšších hodnot. Strmý pád byl zaznamenán v polovině roku 2008. Katalyzátorem růstu obou indexů bylo dne 9. března 2009 zveřejnění hospodářských výsledků finanční skupiny Citygroup. Jejich výsledky hospodaření byly lepší než bylo očekáváno.

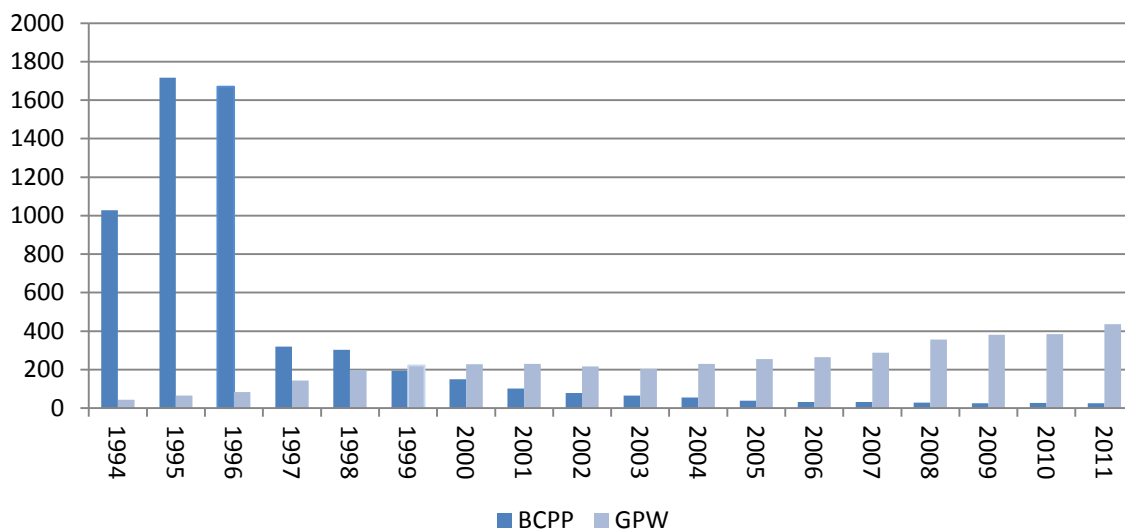
Graf 11: Vývoj burzovních indexů PX a WIG v letech 1999-2011



Zdroj: vlastní zpracování na podle gpw.pl, bcpp.cz

Další ukazatel, který byl zvolen pro komparaci obou trhů, je počet kotovaných společností. Následující graf již nemá podobný průběh na obou burzách jako to bylo u grafu předchozího. Z grafu je zřejmé, že průběh je naprosto odlišný. V České republice, jak už bylo popsáno, se v průběhu kupónové privatizace dostalo na pražskou burzu velké množství cenných papírů. V roce 1995 eviduje pražská burza 1716 společností. Oproti tomu v Polsku se na burzu dostalo pouhých 65. Útlum na pražské burze v roce 1997 byl způsoben tím, že mnohé podniky nesplňovaly požadavky na likviditu, zkrachovaly nebo byly „vytunelovány“. Po vzniku Komise pro cenné papíry v roce 2008, která spravovala oblast kapitálového trhu, má pražská burza čím dál tím méně akciových titulů k obchodování. V roce 2011 je pouhých 26 společností obchodovaných na pražské burze. V Polsku je trend stoupající. V roce 2011 je evidováno 436 společností, s jejímiž tituly se obchoduje na burze. V dalších letech můžeme počítat s přibývajícimi tituly na varšavské burze.

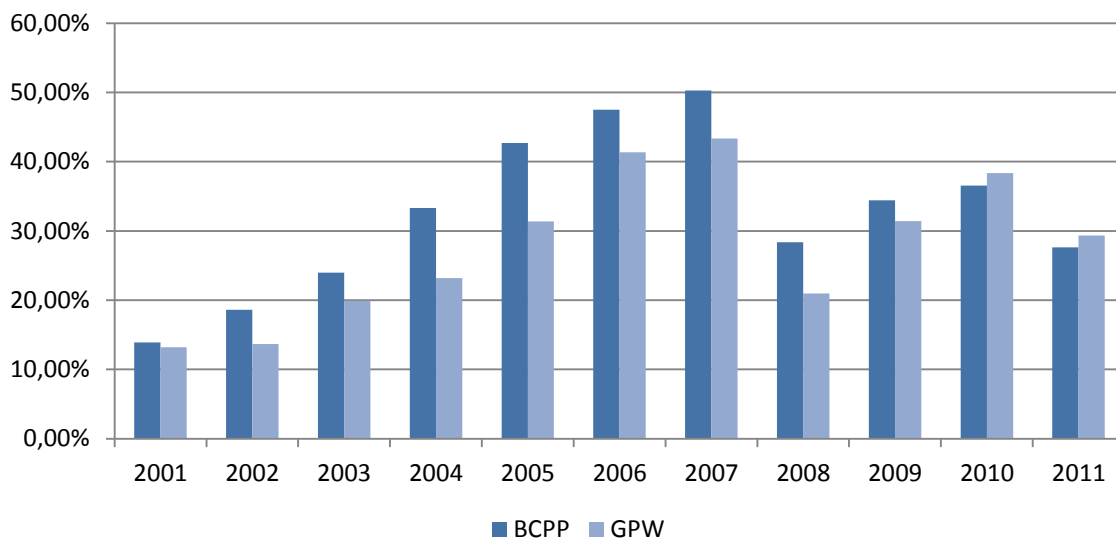
Graf 12: Počet kotovaných společností na české a polské burze v letech 1994-2011



Zdroj: vlastní zpracování na podle gpw.pl, bcpp.cz

Hrubý domácí produkt (dále jen HDP) je všeobecně považován za nejlepší měřítko celkového výstupu ekonomiky. Proto nám poměrový ukazatel tržní kapitalizace a HDP vykreslí celou situaci s ohledem na výkonnost obou ekonomik. Tržní kapitalizace k HDP byla do roku 2010 vyšší v České republice. V roce 2007 dosahovaly hodnoty až 50 procent. Vysoká procenta relativní tržní kapitalizace jsou vysvětlena tím, že v České republice bylo emitováno sice malé množství akcií v porovnání se situací v Polsku, ale zato šlo o velké emise. Trend od roku 2010 je v České republice klesající, nejen že klesl počet obchodovaných titulů na pražské burze, ale od konce roku 2010 nebylo realizováno jediné IPO.

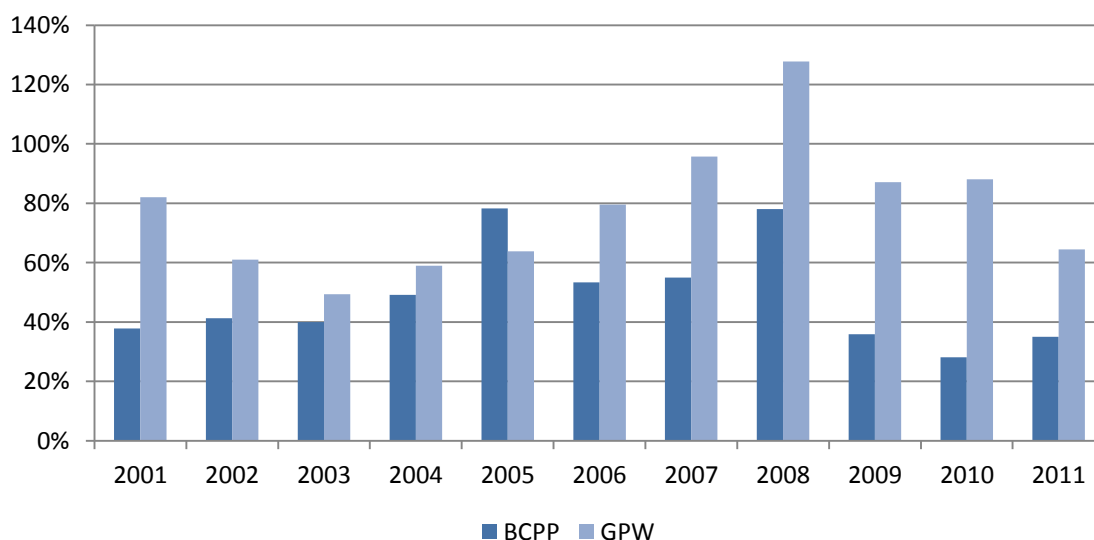
Graf 13: Poměr tržní kapitalizace a HDP na české a polské burze v letech 2001-2011



Zdroj: vlastní zpracování na podle gpw.pl, bcpp.cz

Další zvolený ukazatel je ukazatel likvidity, který je vyjádřen poměrem objemů obchodů a tržní kapitalizace. Z grafu 14 je patrné, že vyšší aktivitu má varšavská burza. Důvody můžeme hledat v počtu obchodovaných společností na burzách a různorodosti obchodovaných titulů.

Graf 14: Poměr objemů obchodů a tržní kapitalizace na české s polské burze v letech 2001-2011



Zdroj: vlastní zpracování na podle gpw.pl, bcpp.cz

8.3 Srovnání podmínek přijetí na pražskou a varšavskou burzu

Jako další srovnávací parametr byly zvoleny podmínky přijetí na trh. Tato podkapitola zkoumá, jaké všechny parametry musí emitent splnit, aby mohl být přijatý na trh organizovaný pražskou a varšavskou burzou.

Podmínky emise byly již zmíněny v podkapitole „realizační fáze“. Nyní si je krátce shrneme.

Pro hlavní trh burzy cenných papírů Praha musí emitent splnit následující podmínky:⁶⁹

- tržní kapitalizace emise akcií musí dosahovat minimálně 1 000 000 EUR,
- alespoň 25 procent emise akcií musí být rozptýlena mezi veřejnost,
- emitující společnost musí být činná minimálně 3 roky,
- akcie musí být neomezeně převoditelné bez omezení.

Poplatky burze cenných papírů Praha:⁷⁰

- jednorázový poplatek za přijetí cenných papírů je 50 000 Kč,
- roční poplatek za obchodování cenných papírů je 0,05% z objemu emise, maximálně však 300 000 Kč,
- primární emise cenných papírů je od výše zmíněných poplatků osvobozena.

Pro hlavní trh burzy cenných papírů Varšava musí emitent splnit následující podmínky:⁷¹

- minimální tržní kapitalizace emise musí být 15 000 000 EUR,
- jestliže cenné papíry byly v minulosti obchodovány na jiném regulovaném trhu, velikost emise musí být nejméně 12 000 000 EUR,

⁶⁹ Zpracováno podle BCPP. *Hlavní trh*. [online]. 1998-2011. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh>](http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh)

⁷⁰ BCPP, *Poplatkový řád*. [online]. 1998-2011. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Legislativa>](http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Legislativa)

⁷¹ GPW. *The WSE Rules*. [online]. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.gpw.pl/legal_acts>](http://www.gpw.pl/legal_acts)

- alespoň 15 procent emise akcií musí být rozptýlena mezi veřejnost nebo 100 000 kusů akcií, jejíž hodnota odpovídá 1 000 000 EUR
- historie činnosti společnosti musí být minimálně 3 roky,
- akcie musí být neomezeně převoditelné bez omezení.

Poplatky burze cenných papírů Varšava:⁷²

- Jednorázový poplatek burze je tvořen fixní částkou 6 000 PLN a procentuální částkou 0,03 procent z objemu emise, minimálně však 8 000 PLN, maximálně 96 000 PLN,
- roční poplatek je tvořen 0,015 procenty z objemu emise akcií, minimálně 4 000 PLN, maximálně 48 000 PLN.

Oba trhy jsou ovlivněny právem Evropské unie (dále jen EU). EU se snaží o harmonizaci práva ve všech členských státech. Z výše uvedených údajů si může čtenář povšimnout, že podmínky přijetí na hlavní trhy se výrazně neliší.

Budeme-li hovořit o poplatkovém řádu, komparací obou trhu bylo zjištěno, že burza cenných papírů Praha má nižší poplatky pro subjekty obchodující na burze a nově přijaté emise cenných papírů jsou od některých poplatků zcela osvobozeny. Nyní můžeme pouze spekulovat, zdali je uvedené osvobození od některých poplatků politikou burzy, aby přilákala nové investory.

⁷² GPW. *The WSE Rules*. [online]. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.gpw.pl/legal_acts>](http://www.gpw.pl/legal_acts)

9. Příčiny malého počtu IPO v České republice

Tato kapitola se snaží nalézt příčiny malého počtu IPO v České republice. V této kapitole budou také rozebrány faktory, které ovlivňují rozhodnutí managementu společnosti k nerealizování primární emise na pražské burze.

Podle literatury Meluzín, Zinecker (2009) můžeme důvody nízkého počtu IPO v českém prostředí rozdělit do čtyř skupin:⁷³

- ekonomické příčiny,
- legislativní příčiny,
- překážky na straně emitentů,
- ostatní příčiny.

Jako další příčina, která byla popsána v kapitole „analýza realizovaných IPO v Polsku, je dle mého názoru absence druhého pilíře v důchodovém systému v České republice.

9.1 Ekonomické příčiny

Ekonomické faktory jsou velmi důležité pro rozhodování zda-li je realizace IPO vhodná na daném kapitálovém trhu. Mezi ekonomické faktory, které ovlivnily management, můžeme zařadit způsob privatizace, nízkou regulaci kapitálového trhu, nízkou aktivitu vlády, vývoj hospodářství, vliv bankovního sektoru a zahraniční investice.

1. Způsob privatizace

Obecně můžeme říci, že kapitálový trh se vytváří z potřeb investorů, podniků a účastníků na trhu. Formace českého kapitálového trhu neprobíhala standardním způsobem, nýbrž vznikla v souvislosti s kupónovou privatizací.⁷⁴

⁷³ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. IPO: Prvotní veřejná nabídka jako zdroj financování rozvoje podniku. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2. Str: 147.

⁷⁴ Na pražské burze se obchodovalo i s tituly společností, u kterých nebylo IPO realizováno. Počet IPO se neshodoval s počtem obchodovaných titulů na burze cenných papírů Praha.

Kapitálové trhy by měly plnit funkci informační (informuje trh o hodnotě investic a ceně kapitálu), funkci alokační (rychlý přesun kapitálu) a funkci zdroje financování. Český kapitálový trh v transformačním období tyto funkce zastával velmi omezeně.⁷⁵ To, jakým způsobem probíhala privatizace státního majetku v 90. letech minulého století, má důsledky dodnes. Po vzniku Burzy cenných papírů Praha začala o tři měsíce později tzv. „první vlna kupónové privatizace“. Bylo upsáno 622 společností. Oproti tomu v Polsku byl počet v roce 1994 pouhých 44 společností. Po celou dobu kupónové privatizace byla pražská burza zahlcena neobchodovatelnými tituly. V roce 1997, po čtyřech vlnách kupónové privatizace, bylo vyřazeno celkem 1300 titulů. Hlavním důvodem vyřazení takového počtu akciových titulů byla velmi nízká likvidita většiny akcií a neplnění podmínek stanovených burzou. Společnosti, které kotovaly své akcie na burze nevnímaly kapitálový trh jako zdroj finančních prostředků. Kapitálový trh byl chápán jako prostředník ke změně vlastnické struktury. V letech 1992-1994 bylo kupónovou privatizací vytvořeno okolo sedmi milionů akcionářů, kde převážná většina neměla základní znalosti o fungování kapitálového trhu. Pozice nových akcionářů byla spíše minoritního charakteru. V roce 1998 byla zavedena jejich důkladnější ochrana.⁷⁶

Další problémy, které provázely kupónovou privatizaci, byly všemožné skandály, kriminální činnost a krádeže.⁷⁷ Proto má český kapitálový trh nevalnou reputaci v zahraničí. Posílení regulace českého kapitálového trhu stále nepřidává na důvěře potencionálním investorům.

2. Nízká regulace kapitálového trhu

Jak již bylo zmíněno v předchozích kapitolách, český kapitálový trh postrádal důslednější regulaci. Přičemž regulace trhu cenných papírů má zásadní roli v období transformace ekonomiky z modelu centrálně plánované ekonomiky

⁷⁵ NESET, Pavel a Jan PUDLÁK. Politická ekonomie: Zvláštnosti vzniku českého kapitálového trhu. Praha: VŠE, ISSN 0032-3233, ZDB-ID 2813579. - Vol. 53.2005, 1, p. 43-59

⁷⁶ ŽÍDEK, Libor. *Transformace české ekonomiky*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2006, 57 s. ISBN 80-210-4197-8. Str. 216.

⁷⁷ Mezi největší krádeže řadíme C.S.Fond, Harvardské investiční fondy.

na model tržní. Efektivní fungování trhu cenných papírů podporuje dlouhodobý růst ekonomiky. V České republice chyběl dostatečný legislativní rámec, který zapříčinil již zmíněné korupční skandály, zpronevěry majetků, atd. Obavy investorů zapříčinily to, že v průběhu prvních deseti let fungování pražské burzy se neuskutečnilo jedině IPO na hlavním trhu.⁷⁸

Prvním regulatorním orgánem bylo Ministerstvo financí České republiky. V roce 1997 vznikl Úřad pro cenné papíry, který zároveň plnil funkci dohledu nad kapitálovým trhem. V roce 1998 vznikla Komise pro cenné papíry, která v roce 2006 předala svou agendu České národní bance.⁷⁹

V počátcích fungování českého kapitálového trhu chyběl efektní mechanismus, který by pomohl odhalit a usvědčit osoby, které se obohacovaly na základě důvěrných informací. Existoval sice zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, který zakazuje zneužívání důvěrných informací, ale v praxi to fungovalo naopak.

3. *Nízká aktivita vlády*

V České republice chybí dostatečná vládní podpora IPO. Pro privatizace státního majetku využila česká vláda právě zmiňovanou kupónovou privatizaci. Ale ani v jednom případě nebyla využita možnost privatizovat státní majetek prostřednictvím primární emise cenných papírů.⁸⁰ Kdyby tento krok vláda provedla, mohlo by to být dobrým signálem pro ostatní, že IPO není pouhý experiment jak získat potřebný kapitál. Oproti tomu se polská vláda odhodlala k privatizaci jejich majetku prostřednictvím IPO a tím zvýšila důvěru v polský kapitálový trh. Od roku 1993 dochází v Polsku k prvním soukromým emisím. V České republice byla realizována první IPO až v roce 2004.

⁷⁸ Byly dva neúspěšné pokusy o uvedení na burzu (Bonton, Interkontakt Group a Limart).

⁷⁹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5. Str. 115.

⁸⁰ V roce 2004 se spekovalo nad prodejem majoritního podílu společnosti Telecom a v roce 2006 se uvažovalo o prodeji minoritního podílů akcií společnosti ČEZ formou IPO.

Vysvětlení, proč je česká vláda pasivní ve vztahu využití kapitálového trhu, může mít souvislost s nechvalně známou korupcí nebo s výhodami přímého prodeje. Rozhodne-li se vláda pro variantu přímého prodeje, získává takzvanou prémii za majoritu, která bude odražena v ceně prodávaného podílu. Jestliže si vláda zvolí variantu prodeje přes kapitálový trh, hlavní nevýhodou je nižší cena. Naopak velkou výhodou je politická a ekonomická transparentnost. Privatizační IPO nemusí vždy dosahovat největšího výnosu pro stát, ale zaručuje průhlednost a veřejně přístupné jednání ze strany státu. Zváží-li česká vláda realizaci privatizačního IPO, může tím nejen posílit důvěru v český kapitálový trh, ale přispěje k oživení burzy v České republice.⁸¹

4. Hospodářský vývoj

Obecně můžeme říci, že z makroekonomického hlediska je nejvhodnější období pro realizaci IPO, kdy na trhu existuje přijatelná poptávka po akciích. Rozhodnutí pro realizaci IPO je také ovlivněno budoucím očekáváním jak národní ekonomiky, tak ekonomiky světové. Zájem o IPO je spíše cyklický v závislosti na stavu daného hospodářství.

Z následujícího grafu můžeme konstatovat, že oba grafy vývoje hrubého domácího produktu v České republice a v Polsku mají cyklický charakter. V letech 2000-2004 se křivka vývoje HDP v České republice úzce prolíná s křivkou HDP v Polsku. Můžeme tedy konstatovat, že období od roku 2002 by mělo být příznivé pro realizaci IPO v České republice. Ale na světových trzích panuje opačná situace. Trh IPO se po roce 2000 dostává o hluboké krize, kterou zapříčinilo splasknutí internetové bubliny. Ze statistických údajů pražské burzy víme, že v období 2004-2007, které bylo považováno za velmi příznivé pro realizaci IPO, byly uskutečněny čtyři primární emise akcií. Vliv ekonomické krize zasáhla české podniky v roce 2009, kdy byl zaznamenán nejnižší meziroční pokles ve zkoumaném období.⁸² Krizový rok 2009 znamenal útlum

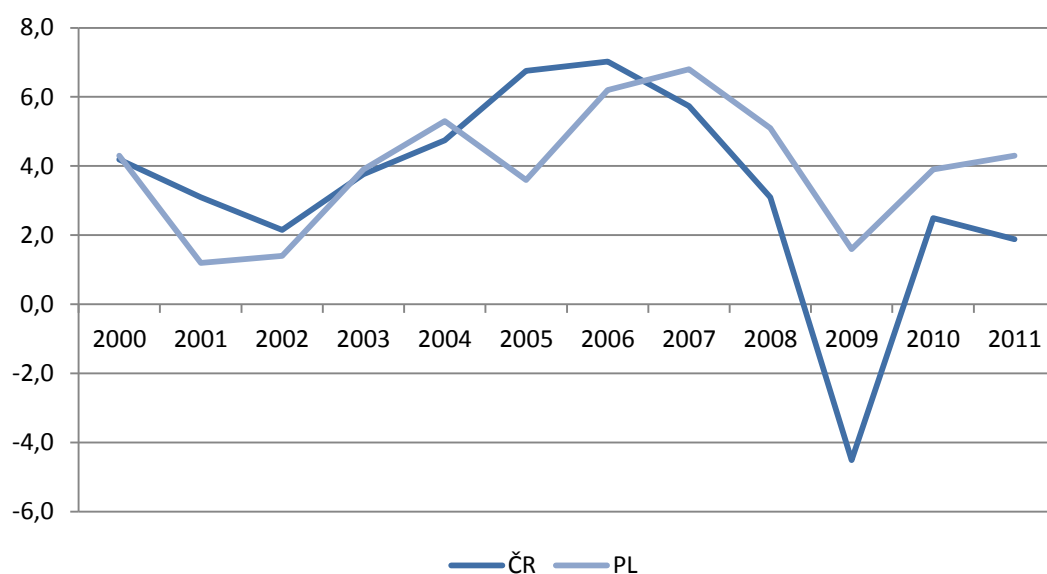
⁸¹ Potenciální možnosti pro české investory je privatizace uhelných dolů.

⁸² Financování podniku v závislosti na jeho životním cyklu. *Vutbr.cz* [online]. 2010 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2010/konecny.pdf>

realizace IPO nejen v České republice, ale i v Polsku. V následujícím roce se ekonomika po prodělané deflaci postupně zotavuje. Kurzy akcií se nacházejí na své minimální úrovni. Začíná růst poptávka po akciích. V tomto roce bylo v České republice realizováno jediné IPO.

Předpoklady realizace IPO v následujících pěti letech by měly být příznivé. Bude-li docházet k oživování zbylých sektorů ekonomiky, zejména sektor stavebnictví a dále se celková produkce bude rovnat maximálnímu využití svých kapacit, mnohé podniky budou stát před rozhodnutím, jakým způsobem budou financovat svůj rozvoj. V této fázi hospodářského cyklu je velmi vhodné uvažovat nad variantou externího financování prostřednictvím nové emise cenných papírů.⁸³

Graf 15: Meziroční vývoj HDP v České republice a Polsku v letech 2000-2011



Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z eurostatu (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)

⁸³ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. IPO: Prvotní veřejná nabídka jako zdroj financování rozvoje podniku. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2. Str: 164

5. Vliv bankovního sektoru

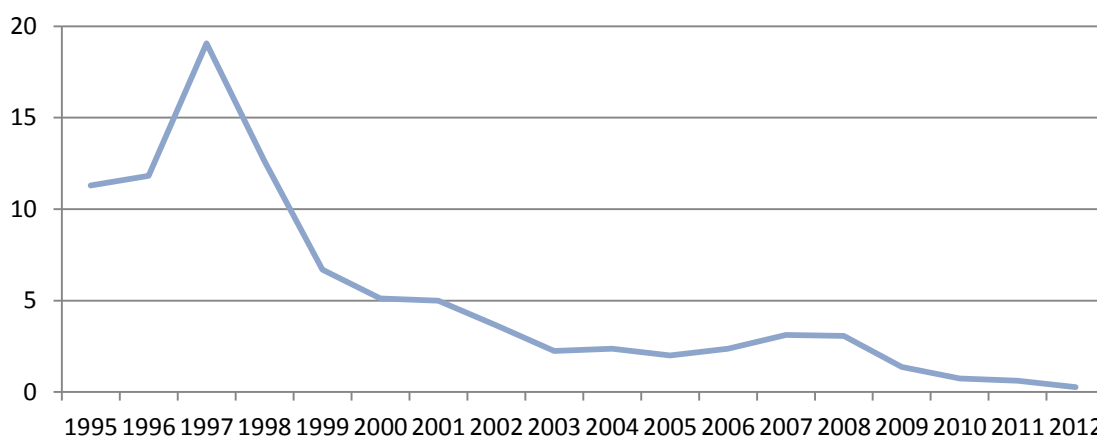
V České republice stále převažuje trend, kde bankovní úvěr je brán jako hlavní zdroj financování podniku. Proto další zdroje financování, které byly popsány v kapitole „komparace IPO a jiných možností financování rozvoje společnosti“, jsou brány jako poslední možnost financování rozvoje společnosti.

V minulé a současné době je relativně snadný přístup k získání úvěrů, proto firmy nejsou motivovány k využití jiných zdrojů financování, jako je například primární emise.

Z vývoje dvoutýdenních repo sazeb ČNB v období 1997-2012 můžeme říci, že má graf klesající charakter. Od roku 2002 je repo sazba pod úrovní 5 procent. Můžeme konstatovat, že pokud se společnost rozhoduje mezi realizací IPO a úvěrem, přistoupí spíše k variantě druhé, protože z hlediska nákladů půjde o levnější variantu.

Srovnáme-li referenční sazbu České republiky a Polska, ČNB uvádí sazbu 0,19%, Narodowy Bank Polski uvádí 3,75%.⁸⁴ V České republice jsou úvěry levnější než v Polsku.

Graf 16: Vývoj dvoutýdenních repo sazeb ČNB v období 1995-2012



Zdroj: vlastní zpracování na základě České národní banky (www.cnb.cz)

⁸⁴ Data ke dni 2.3.2013

Podle průzkumu názorů finančních ředitelů v České republice je úvěrové financování stále populární, i když trend mírně klesá. V roce 2012 uvažovalo o dluhovém financování 36,6 procent respondentů.⁸⁵

Další výhodou bankovních úvěrů je výše daně z úrokových příjmů. Její hodnota je 15 procent. Naproti tomu míra zdanění zisků kapitálových investic byla 25 procent. Nyní je situace jiná.

Pokud je investor fyzická osoba s trvalým pobytem v České republice a nezahrnuje nakoupené cenné papíry do svého obchodního majetku, daní příjmy z dividend podle §8, investor dostává již zdaněné dividendy a daň odvádí plátce. Jestliže investor spekuluje na růst nebo na pokles akcií, kladný výsledek je dílčím základem daně podle §10 a je daněn s ostatními příjmy investora. Investor si může výdaji spojené na pořízení cenného papíru snížit dílčí základ daně. Nespornou výhodou je osvobození od daně z příjmů z prodeje cenných papírů, je-li splněn šesti měsíční časový test.⁸⁶

Pokud je investor fyzická osoba trvale žijící na území České republiky a zahrnuje nakoupené cenné papíry do svého obchodního majetku, postupuje výše zmíněným způsobem zdanění příjmů z dividend. Investor si nemůže, jako v předešlém případě, uplatnit osvobození na dani, je-li cenný papír držen déle než šest měsíců, ale jako kompenzaci si může snížit základ daně o ztrátu z cenných papírů.⁸⁷

Je-li investor právnická osoba, která zahrnuje nakoupené cenné papíry do svého majetku, zisky nebo ztráty z držby cenných papírů jsou promítnuty do základu daně a jsou daněny 19 procenty. Příjmy z dividend jsou daněny srážkovou daní 15 procenty.⁸⁸

⁸⁵ Průzkum názorů finančních ředitelů ve střední Evropě Česká republika. *Deloitte.com* [online]. 2012 [cit. 2013-03-12]. Dostupné z: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-CzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Surveys/CFO_Survey_2012_cz.pdf

⁸⁶ Doba mezi koupí a prodejem cenného papíru je delší než šest měsíců.

⁸⁷ Daň z příjmu fyzických osob. *Business.center.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/dprij/cast1.aspx>

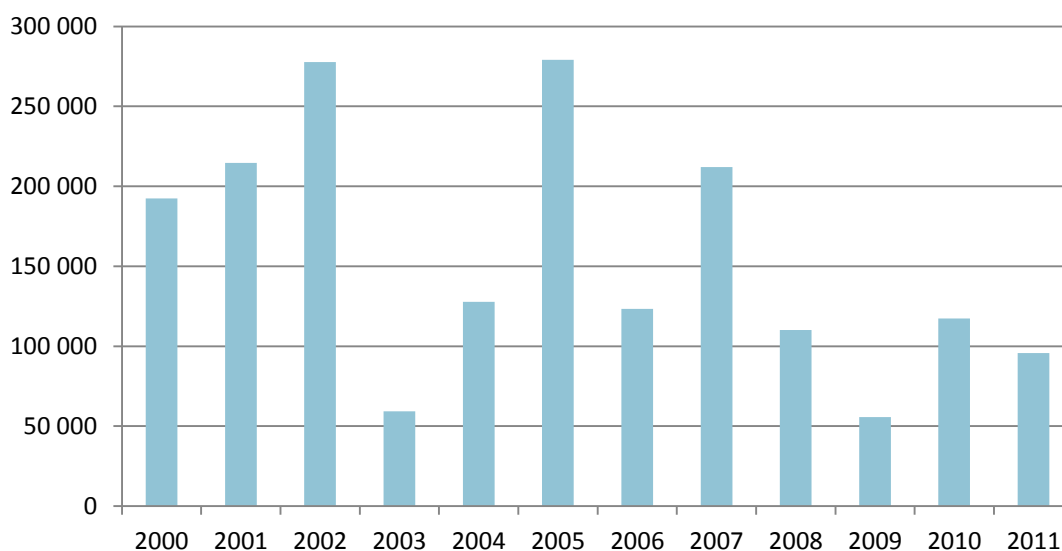
⁸⁸ Daň z příjmu právnických osob. *Business.center.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/dprij/cast2.aspx>

Daňová reforma provedla nemalé změny, které by měly začít platit s účinností od počátku roku 2015. Změny se týkají časového testu, který by měl být prodloužen na 3 roky. Další změna se týká sazby daně z příjmu fyzických osob. Tato sazba by měla vzrůst ze současných 15 procent na 19 procent. Polemizuje se i nad 20 procenty, které by měly vstoupit v platnost v roce 2014.⁸⁹

6. Zahraniční investice

Zahraniční investice patří mezi další příčiny malého počtu IPO v České republice. V posledním desetiletí jsme zaznamenali obrovský příliv zahraničních investic (graf 17).

Graf 17: Příliv přímých zahraničních investic do České republiky v mil. Kč v letech 2000-2011



Zdroj: vlastní zpracování na základě České národní banky (www.cnb.cz)

To znamená, že potřebné finanční zdroje k rozvoji společnosti neměly původ z českého kapitálového trhu, nýbrž byly získány ze zahraničí. Jestliže byl příliv zahraničních investic takový, že umožňoval řídit firmu, docházelo ke změnám

⁸⁹ Změny ve zdanění dividend a výnosů z investování. *Investujeme.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://www.investujeme.cz/zmeny-ve-zdaneni-dividend-a-vynosu-z-investovani/>

vlastnické struktury.⁹⁰ Změna vlastnické struktury představovala ovládní společností zahraničními koncerny. Jako zdroj financování byly použity půjčky od mateřské společnosti nebo realizace IPO na jiném kapitálovém trhu než na českém.

9.2 Legislativní příčiny

Jak již bylo mnohokrát naznačeno, v České republice byla absence dostatečného právního rámce. Za nedostatečnou legislativu byl shledán především obchodní zákoník⁹¹ a zákon o cenných papírech.⁹² Tato podkapitola se zaměřuje na hlavní úskalí, které komplikovaly celý proces realizace IPO v minulosti.

V roce 2001 byly vydány dvě studie, které byly vypracovány Komisí pro cenné papíry⁹³ a Asociací pro kapitálový trh.⁹⁴ Tyto studie, které byly nezávisle na sobě zpracovány, se shodují v tom, že největší překážkou pro emitenty je zdlouhavý proces celé realizace IPO.

Z tabulky 15 vyplývá, že celý proces trval orientačně 22 měsíců, přičemž v současné době trvá přibližně 30 týdnů. Problém délky celého procesu způsobuje značnou investiční nejistotu. Také s rostoucí délkou procesu roste i důležitost faktoru časové hodnoty peněz.

⁹⁰ VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. Str. 445.

⁹¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

⁹² Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

⁹³ Komise pro cenné papíry. (2001). *Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR*. Praha: KCP, 22 s.

⁹⁴ Asociace pro kapitálový trh ČR. (2001). *Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu*. Praha: AKAT ČR, 6 s.

Tabulka 15: Časový harmonogram zpracovaný v roce 2001

Konkrétní procedurální činnost a úkony	Doba realizace (kumulativně v měsících)
Pozvánka na jednání valné hromady	1
Zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku	2-8
Schválení prospektu Komisí, přidělení ISINU	3-9
Uveřejnění prospektu emitenta	3-9
Ukončení procesu upisování akcií	6-12
Podání návrhu na zápis nové výše ZK do obchodního rejstříku	7-13
Zápis zvýšené výše ZK do obchodního rejstříku	7-19
Vydání nových akcií	7-19
Zaknihování akcií ve Středisku cenných papírů	8-20
Podání žádosti o přijetí k obchodování na veřejném trhu	10-22
Oznámení o přijetí na veřejný trh	10-22

Zdroj: KCP: „Analýza příčin nerealizování IPO v ČR“.

Jako hlavní legislativní překážky celého procesu realizace IPO byly Komisí pro cenné papíry shledány následující příčiny.

1. Dvojitý zápis do obchodního rejstříku.

První zápis do obchodního rejstříku představuje zvýšení kapitálu, které bylo schváleno valnou hromadou. Druhý zápis se týká splacení 30 procent nepeněžitých vkladů po skončení upisování akcií. Tento nutný dvojitý zápis byl časově nejnáročnější položkou. Hlavním důvodem zdlouhavého procesu byly soudy, které neměly stanovenou žádnou lhůtu pro vyřizování návrhů na zápis do obchodního rejstříku.

V současnosti je soud povinen vydat rozhodnutí ve lhůtě tří pracovních dnů od jeho doručení.⁹⁵ Tato novela celý proces značně urychlila a odstranila jednu z časově nejnáročnějších překážek.

⁹⁵ § 206 odst. 3 obchodního zákoníku

2. Dispozice s právy z upsaných nových akcií

Český právní řád do roku 2002 výhradně neupravoval možnost dispozice s právy z upsaných nových akcií před jejich vydáním. Investorům nebylo umožněno s upsanými akciemi nakládat. Míra rizika byla až příliš vysoká. I denní změna akciového kurzu může být ztrátová. Byla nutná právní úprava.

Komise navrhovala zavedení nového typu cenného papíru, který by byl vydán upisovateli pouze v případě platného úpisu s plným splacením emisního kurzu. Tento návrh byl přijat. Technická novela „poukázka na akcie“⁹⁶ vstoupila v platnost k 31.12.2001. Tato novela umožňuje vydání poukázky na akcie v případě zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií, u kterých není jejich převoditelnost omezena za předpokladu, že upisovatel splatil celý emisní kurz akcie.

Problém této novely je v třídní lhůtě zápisu zvýšení základního kapitálu. Poukázky na akcii jsou vydány před zápisem do obchodního rejstříku. Z toho vyplývá, že platnost poukázek by byla pouze třídní.

3. Určení emisního kurzu a uveřejnění prospektu cenného papíru.

Aby byl emisní kurz optimálně nastaven, musí se dobře odhadnout potencionální zájem investorů. Jak již bylo zmíněno v kapitole „realizační fáze“, předběžný prospekt slouží k zjištění poptávky investorů. Předběžný prospekt je jakýmsi marketingovým nástrojem veřejné emise.

Před rokem 2001 se tento postup nepožíval. Emitent předložil Komisi pro cenné papíry konečný prospekt, který mohl být uveřejněn až po jeho schválení. To znamená, že musel obsahovat všechny náležitosti včetně určení kurzového rozpětí.

⁹⁶ § 204b Obchodního zákoníku

Právní úprava zákona o cenných papírech z roku 2001 umožnila schválení prospektu, který nemusel obsahovat výše popsané údaje. Později byla tato právní úprava začleněna do zákona o podnikání na kapitálovém trhu.⁹⁷

Tímto právním krokem byla odstraněna nejistota při stanovení emisního kurzu cenných papírů, což povede k nižším nákladům na realizaci IPO, díky nižšímu podhodnocení emisního kurzu.⁹⁸

4. Základní kapitál, jmenovitá hodnota akcií a emisní kurz

V České republice bylo možné na organizovaných trzích obchodovat s akciemi pod jejich nominální hodnotou. Bylo zakázáno emitovat akcie pod jejich nominální hodnotou. Emisní kurz, podle tehdejšího platného právního řádu, nesměl být nižší než jmenovitá hodnota.⁹⁹ Byla obchodována pouze nepatrná část akcií za cenu vyšší, než byla jejich nominální hodnota. Popsaná situace měla vliv na realizaci veřejných nabídek.

V roce 2001 novela tohoto zákona umožnila řešení tohoto problému. Umožnila kombinované zvýšení základního kapitálu, ale za předpokladu, že část emisního kurzu upisovaných akcií jsou kryty z vlastních finančních prostředků společnosti.¹⁰⁰ Tato možnost není vhodná pro společnosti, které nemají dostatečné finanční zdroje. Další možností řešení tohoto problému je souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu společnosti. Snížení základního kapitálu společnosti umožňuje přizpůsobení jmenovité hodnoty stávajících akcií jejich ceně, za kterou jsou obchodovány na regulovaném trhu, v souvislosti se zvýšením základního kapitálu prostřednictvím vydání nových akcií. Valná hromada společnosti se může jedním usnesením rozhodnout o souběžném snížení a zvýšení základního kapitálu. Rejstříkový soud rozhoduje rovněž

⁹⁷ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

⁹⁸ V Polsku již delší dobu funguje vydávání předběžného prospektu.

⁹⁹ § 163a odst. 1 Obchodního zákoníku

¹⁰⁰ § 209 odst. 1 Obchodního zákoníku

jedním usnesením.¹⁰¹ Souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu musí dosahovat alespoň 20 000 000 Kč.¹⁰²

9.3 Překážky na straně emitentů

Tato podkapitola je zpracována na základě literatury Meluzín, Zinecker (2009), která se opírá o výsledky výzkumu disertační práce Meluzín (2007).

Výzkum zkoumal akciové společnosti, u kterých nebyla nikdy realizována prvotní veřejná nabídka. Vybrané společnosti jsou zařazeny v seznamu projektu „The 2005 EVA Ranking Czech Republic“¹⁰³ a také v žebříčku „100 nejvýznamnějších firem České republiky za rok 2006“¹⁰⁴

Společnosti jsou z 94 procent řazeny do kategorie velkých podniků, pouhých 6 procent jsou střední podniky. Následující graf nám zobrazuje hlavní činnosti vybraných společností podle odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ).

Graf 18: Rozdělení vybraných společností podle OKEČ



Zdroj: Meluzín (2009)

¹⁰¹ § 216c Obchodního zákoníku

¹⁰² § 162 odst. 4 Obchodního zákoníku

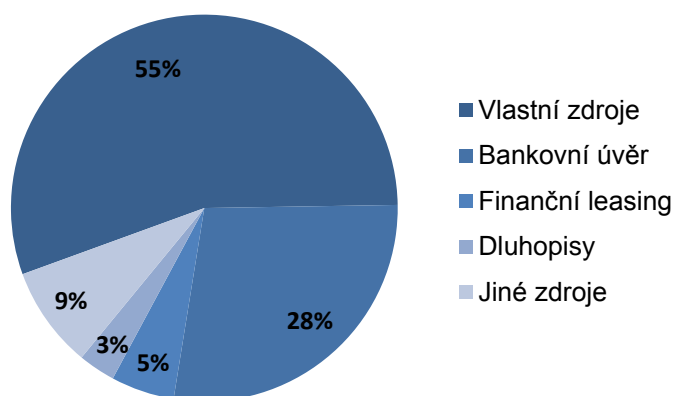
¹⁰³ The 2005 EVA™ Ranking Czech Republic. *Cekia.cz* [online]. 2005 [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cekia.cz/cz/archiv-tiskovych-zprav/97-tz061114>

¹⁰⁴ 100 nejvýznamnějších firem České republiky. *Logiq.cz* [online]. 2006 [cit. 2013-03-06]. Dostupné z:

http://www.logiq.cz/client/ct100/archiv/content_cz/100nejjobdivovanejsich_nefinancni2006.htm

Zkoumané společnosti uvedly, že vlastními zdroji financují převážnou část svých potřeb. Bankovní úvěr představuje zdroj financování u jedné třetiny dotazovaných společností. Zbývající společnosti využívají možnosti finančního leasingu nebo emitují dluhopisy. Malé procento společností využívá, jako zdroj financování, půjčky od mateřských společností.

Graf 19: Rozložení finančních zdrojů dotazovaných společností



Zdroj: Meluzín (2009)

Na možnosti financování společností prostřednictvím českého kapitálového trhu vybrané společnosti reagovaly následovně:

- 68 procent dotázaných společností nespatřuje český kapitálový trh jako zdroj pro financování jejich potřeb,
- u 62 procent zkoumaných společností je management obeznámen s možnostmi financování skrze kapitálový trh,
- 82 procent dotázaných společností si myslí, že náklady na získání bankovního úvěru jsou nižší než realizování IPO,
- 48 procent respondentů v minulosti uvažovalo realizovat IPO,
- 36 procent vybraných společností uvažuje o IPO, pouze 4 procenta dotázaných podniků vážně přemýšlí nad možností realizace IPO.

Důvody, které jsou příčinou nerealizování primární emise cenných papírů, jsou následující:

- 56 procent společností si myslí, že vydáním nových akcií by mohlo mít za následek omezení nebo případnou ztrátu kontroly nad společností. Tuto skutečnost připouští 80 procent společností, které v minulosti o IPO přemýšleli,
- 12 procent všech dotazovaných nespatřuje nedostatečnou informovanost o možnostech financování prostřednictvím IPO jako důvod neuskutečnění IPO,
- 56 procent zkoumaných podniků shledává informační povinnost společnosti jako příčinu neuskutečnění primární emise cenných papírů. Společnosti, které uvažovaly v minulosti o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím IPO, odpověděly v 66,7 procentech obdobně,
- další příčinou neuskutečnění financování prostřednictvím IPO bylo malé množství případných investorů,
- 16 procent dotázaných společností nevnímaly legislativní příčiny jako překážku pro realizaci IPO,
- 54 procent zkoumaných podniků si nemyslí, že administrativní překážky nejsou příčinou pro nerealizaci IPO,
- 42 procent respondentů, resp. 62,4 procent respondentů, kteří v minulosti uvažovali o IPO, vidí překážku pro realizaci IPO v nákladech, které jsou spojené celým procesem IPO,
- 8 procent vybraných společností se setkala s jinými problémy, které ovlivnily rozhodovací proces. Bereme-li odpovědi pouze těch společností, které v minulosti uvažovaly o možnosti IPO, na tuto otázku odpovědělo stejně 12,5 procent.

9.4 Ostatní příčiny

Ostatní příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek shledáváme především v malém rozsahu českého kapitálového trhu a nedůvěře emitentů v český kapitálový trh. Další příčinou je obava z nedůvěry ze strany investorů a ztráta rozhodujícího vlivu z řad majoritních vlastníků.

V České republice neexistuje daňové zvýhodnění pro emitující společnosti.¹⁰⁵

Další faktory, které znesnadňují v současnosti proces IPO:

- absence otevřené podpory kapitálového trhu ze strany státu,
- vyšší náklady spojené s realizací IPO v porovnání s jinými zdroji financování (jako příklad můžeme uvést bankovní úvěr),
- celkový stav ekonomiky v České republice,
- problém správného načasování primární emise,
- světová finanční krize,
- nejistá budoucnost,
- reakce na události ve světě.

¹⁰⁵ Jako příklad můžeme uvést Itálii, která nově emitujícím společnostem přiznává nižší daň z příjmů právnických osob.

Závěr

Český kapitálový trh nebyl v minulosti vnímán jako místo, kde mohou podniky získat dostatečné finanční prostředky pro financování svých potřeb prostřednictvím realizace IPO. Český kapitálový trh také nebyl vnímán jako místo, kde mohou investoři zhodnotit své volné finanční prostředky. Porovnáme-li počty primárních emisí se západními kapitálovými trhy Evropy je český kapitálový trh pouhou malou rybou. V České republice bylo realizováno pouze 7 primárních veřejných emisí na hlavním trhu.

Komparací České republiky s Polskem jsme zjistili, že rozdíl počtu primárních emisí je markantní. Varšavská burza se stala hlavním lídrem v počtu IPO v roce 2012. Musíme však podotknout, že v některých parametrech pražská burza předstihla varšavskou burzu. Příkladem je poměr tržní kapitalizace a HDP. Kde můžeme najít hlavní rozdíly mezi Českou Republikou a Polskem? Především bychom se měli zaměřit na důchodovou reformu. V České republice byla důchodová reforma nekonečné téma. Teprve v roce 2012 důchodová reforma změnila koncept důchodového systému. V Polsku koncept tří pilířů funguje od konce devadesátých let. Polské penzijní fondy mohou investovat pouhou nepatrnou část svých aktiv do zahraničí, což způsobuje, že na polském kapitálovém trhu je kulminace obrovského množství kapitálu, který je následně investován na varšavské burze cenných papírů. Můžeme tedy říci, že v Polsku je snadněji dostupný kapitál než v České republice.

V minulosti byla hlavní překážkou nedostatečná regulace kapitálového trhu, to vzbuzovalo značnou nedůvěru investorů, ale i potencionálních emitentů. Další role hraje způsob zvolené privatizace státního majetku. Kroky, které vedly ke změně právní úpravy zákonů, byly velmi pozitivní pro český kapitálový trh. Nejen, že vznikla instituce, která dohlížela na dodržování pravidel na kapitálovém trhu, ale byly odbourány i některé legislativní bariéry, které umožnily celý proces realizace IPO značně urychlit.

Pražská burza byla poznamenána kupónovou privatizací, která masově proběhla v 90. letech minulého století. Naproti tomu naši polští sousedé zvolili

metodu privatizace prostřednictvím kapitálového trhu. Tento akt pomohl polské burze do budoucnosti. Za nedlouho byla na polské burze uskutečněna první soukromá emise cenných papírů.

Jako další příčina, která byla shledána v neprospěch realizace IPO, jsou nízké úrokové sazby. V současné době je úroveň úrokových sazeb na historickém minimu. V Polsku je získání kapitálu 3 krát dražší. Bankovní úvěr je v České republice velmi oblíbenou metodou financování. Z toho vyplývá, že společnosti se přiklánějí k úvěrovému financování než k financování prostřednictvím kapitálového trhu. Z hlediska nákladovosti je realizace IPO finančně náročnější.

Vlastnická struktura společností hraje také svou roli. Mnoho českých firem je vlastněno zahraničními společnostmi. Touto skutečností se snižuje pravděpodobnost, že by tyto společnosti realizovaly IPO právě na pražské burze. Kdyby uvažovaly o získání potřebných zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu, s největší pravděpodobností by zvolily burzu mateřské společnosti. Jako další možnost, jak mohou dceřiné společnosti získat potřebné finanční zdroje, je žádost mateřské společnosti o finanční výpomoc.

Příčinu nízkého počtu IPO v České republice spatřujeme i v potenciálních emitentech. Ačkoliv jsou české společnosti dostatečně informovány o možnosti financování jejich rozvoje prostřednictvím IPO, jsou toho názoru, že získání bankovního úvěru není tak časově a finančně nákladné jako realizace IPO. Potenciální emitenti se také obávají možné ztráty kontroly nad společností.

České burze by pomohla větší podpora ze strany státu. Například prodej státních podniků prostřednictvím kapitálového trhu. Tím by se zvýšila i důvěra v český kapitálový trh. Díky uskutečněné důchodové reformě by penzijní fondy mohly investovat agresivněji své finanční prostředky zejména do českých akcií.

Seznam použité literatury a pramenů

Literatura

- Asociace pro kapitálový trh ČR. (2001). Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu. Praha: AKAT ČR, 6 s.
- ESPINASSE, Philippe. IPO: a global guide. Hong Kong: Hong Kong University Press, 2011, xx, 354 p. ISBN 98-880-8318-X.
- HALFAROVÁ, Simona. *Srovnání vývoje českého a polského kapitálového trhu*. Praha, 2010. Bakalářská práce. VŠE
- HLAVÁČ, Jiří. Fúze a akvizice: proces nákupu a prodeje firem. Vyd. 1. V Praze: Oeconomica, 2010, 129 s. ISBN 978-802-4516-356.
- IANNOTTA, Giuliano. *Investment banking*. New York: Springer, 2010, p. cm. ISBN 978-354-0937-647.
- JENKINSON, T. – LJUNGQVIST, A. *Going Public: The theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2001. 254 s. ISBN 0-19-829599-5.
- JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. Praha : Grada, 2007. 648 s. ISBN 80-247-1653-4.
- JOSKOVÁ, Lucie a Pavel PRAVDA. *Obchodní zákoník 2012: úplné znění s úvodním komentářem : právní stav k 1. 1. 2012*. 8. vyd. Praha: Grada, 2012, 112 s. ISBN 978-80-247-4030-0.
- Komise pro cenné papíry. (2001). *Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR*. Praha: KCP, 22 s.
- LIŠKA, Václav ; GAZDA, Jan. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha : Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: Prvotní veřejná nabídka jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2.
- MELUZÍN, Tomáš, Marek ZINECKER a Justyna ŁAPIŃSKA. *Initial public offering: theory and practice of czech and polish companies*. Toruń: Polish Economic Society, Branch in Toruń, 2012, 179 s. ISBN 978-83-62049-15-8.

- MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- NESET, Pavel a Jan PUDLÁK. Politická ekonomie: Zvláštnosti vzniku českého kapitálového trhu. Praha: VŠE, ISSN 0032-3233, ZDB-ID 2813579. - Vol. 53.2005, 1, p. 43-59
- *Obchodní zákoník: srovnávací znění 2000/2001 s výkladem změn.* 1. vyd. Praha: Grada, 2000, 163 s. Právo pro praxi. ISBN 80-247-0004-2.
- PALEARI, S. et al. Academic EurIPO Fact Book 2006. Bergamo: Univer-soft, 2006. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- PAVLÁT, V. a kol. Kapitálové trhy. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.
- PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálový trh v České republice 1993-94: The capital market in the Czech republic 1993-94.* 1. vyd. Praha: Magnet-Press, 1994, 349 s. ISBN 80-858-4730-2.
- REVENDA, Zbyněk, et al. Peněžní ekonomie a bankovníctví. Praha : Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1
- RITTER J.R.: The Costs of Going Public, Journal of financial Economics, 11/1987, s.269-281.
- Rynek Finansowy i Jego Mechanizmy. Warszawa : Wydawnictwo Naukowe PWN SA, 2007. 639 s. ISBN 978-83-01-14893-5.
- VALACH, J.; Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, 1.vyd. Praha: EKOPRESS, 2001. 447 s. ISBN 978-80-86929-71-2
- VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
- ŽÍDEK, Libor. Transformace české ekonomiky. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2006, 57 s. ISBN 80-210-4197-8.

Elektronické zdroje

- AAA Auto. Výroční zpráva 2011 [online]. 2011 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/publikace/vyrocní-zprava-2011/article.html?id=33682>
- Annual Report 2007. VGP [online]. 2007 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: AAA Auto. *Výroční zpráva 2011* [online]. 2011 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/publikace/vyrocní-zprava-2011/article.html?id=33682>

- BCPP. Hlavní trh. [online]. 1998-2011. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh>](http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh)
- BCPP, Poplatkový řád. [online]. 1998-2011. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Legislativa>](http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Legislativa)
- Book Building IPO. Finance Maps of World [online]. 2012 [cit. 2013-02-02]. Dostupné z: <http://finance.mapsofworld.com/ipo/book-building.html>
- Burza cenných papírů Praha: Hlavní trh. [Http://www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz) [online]. [cit. 2012-12-12]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh>
- Czech Zentiva IPO heavily oversubscribed. Upi.com [online]. 2004 [cit. 2013-01-05]. Dostupné z: http://www.upi.com/Business_News/2004/06/23/Czech-Zentiva-IPO-heavily-oversubscribed/UPI-7747108800_9165/
- Daň z příjmu fyzických osob. Business.center.cz [online]. 2012 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/dprij/cast1.aspx>
- Daň z příjmu právnických osob. Business.center.cz [online]. 2012 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/dprij/cast2.aspx>
- ELLIS,K.- MICHAELY,R – O'HARA,M. A Guide to the Intial Public Offering Process [online]. 1999, [cit. 2013-01-28]. Dostupné z <http://http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>
- ECM. Shrnutí prospektu 2006 [online]. 2006 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/getattachment/b1059891-913c-4e06-9427-022f94844399/shrnuti-prospektu.aspx>
- Financování podniku v závislosti na jeho životním cyklu. Vutbr.cz [online]. 2010 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2010/konecny.pdf>
- GPW. The WSE Rules. [online]. [citováno 24. 2. 2013]. Dostupný na [www <http://www.gpw.pl/legal_acts>](http://www.gpw.pl/legal_acts)
- IPO Documents. Newworldresources [online]. 2008 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.newworldresources.eu/en/investors/ipo-documents>
- IPO. Prague Stock Exchange [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=IPO&language=czech>
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. Analýza parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO. Analýza parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO [online]. 2010, s. 18 [cit. 2012-12-16]. Dostupné z: <http://www.vse.cz/eam/abstrakt.php3?IDcl=67>
- Oxera. The cost of raising capital: An international comparsion[online]. [cit. 2012-12-28]. Dostupné z:<http://www.oxera.com/Publications/Agenda/2006/The-cost-of-raising-capital--an-international-comp.aspx>

- Pegas. Pololetní zpráva 2012 [online]. 2012 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: http://www.pegas.cz/Data/files/investori/Vyrocní%20zpravy/PEGAS_HYR%202012_CZ.pdf
- Prospectus. Fortuna group [online]. 2010 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: IPO Documents. <i>Newworldresources</i> [online]. 2008 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.newworldresources.eu/en/investors/ipo-documents>
- Primární emise akcií celosvětově zpomalily. Ernst & Young [online]. 2008 [cit. 2013-01-06]. Dostupné z: <http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2008-IPO-1>
- Průzkum názorů finančních ředitelů ve střední Evropě Česká republika. *Deloitte.com* [online]. 2012 [cit. 2013-03-12]. Dostupné z: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-CzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Surveys/CFO_Survey_2012_cz.pdf
- RITTER, J.R. 2013. Initial Public Offerings: Updated Statistics [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2012Underpricing.pdf>.
- RITTER, J.R. 2008. Intial Public Offering: International Insight. [online]. 2013 [cit. 2013-02-03]. Dostupné z: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/Int2008.pdf>.
- The 2005 EVA™ Ranking Czech Republic. *Cekia.cz* [online]. 2005 [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: <http://www.cekia.cz/cz/archiv-tiskovych-zprav/97-tz061114>
- Výzkum prvotních veřejných nabídek akcií. *Ekonomie-management* [online]. 2009 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: http://www.ekonomiemanagement.cz/download/1331826714_b4fc/08_meluzin.pdf
- Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Ministerstvo financí ČR [online]. 2005 [cit. 2013-02-06]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ft_kapitalovy_trh_32555.html
- Zentiva. Annual report 2004 [online]. 2004 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: ECM. <i>Shrnutí prospektu 2006</i> [online]. 2006 [cit. 2013-02-09]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/getattachment/b1059891-913c-4e06-9427-022f94844399/shrnuti-prospektu.aspx>
- Změny ve zdanění dividend a výnosů z investování. *Investujeme.cz* [online]. 2012 [cit. 2013-03-02]. Dostupné z: <http://www.investujeme.cz/zmeny-ve-zdaneni-dividend-a-vynosu-z-investovani/>
- 100 nejvýznamnějších firem České republiky. *Logiq.cz* [online]. 2006 [cit. 2013-03-06]. Dostupné z: http://www.logiq.cz/client/ct100/archiv/content_cz/100nejobdivovanejsich_nefinanci2006.htm

Seznam obrázků, tabulek a grafů

Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztahy mezi jednotlivými členy realizačního týmu IPO	16
---	----

Seznam tabulek

Tabulka 1: Analýza parciálních rozhodovacích modelů pro realizaci IPO	9
Tabulka 2: Rozvaha společnosti	10
Tabulka 3 - Hlavní požadavky pro přijetí na vybraných evropských trzích	17
Tabulka 4: časový harmonogram emise společnosti	20
Tabulka 5: Výnosnost akcií amerických společností v období 1970-2008	24
Tabulka 6: Deset největších IPO v Evropě v roce 2011	28
Tabulka 7: Hlavní údaje o IPO společnosti Zentiva	37
Tabulka 8: Hlavní údaje o IPO společnosti ECM	38
Tabulka 9: Hlavní údaje o IPO společnosti Pegas	39
Tabulka 10: Hlavní údaje o IPO společnosti AAA Auto	40
Tabulka 11: Hlavní údaje o IPO společnosti VGP	41
Tabulka 12: Hlavní údaje o IPO společnosti NWR	42
Tabulka 13: Hlavní údaje o IPO společnosti Fortuna.....	43
Tabulka 14: Deset největších IPO dle objemu emise v letech 2005-2011 v Polsku.....	50
Tabulka 15: Časový harmonogram zpracovaný v roce 2001.....	66

Seznam grafů

Graf 1: Český průzkum názorů generálních ředitelů 2011. Plánované financování růstu.....	13
Graf 2: Průměrná hodnota podhodnocení emisního kurzu ve vybraných zemích Evropy.....	22
Graf 3: Počet IPO a objem získaného kapitálu v letech 2000-2011 ve světě.....	25
Graf 4: Podíl světových burz na počtu IPO a hodnotě získaného kapitálu v roce 2011	26
Graf 5: Podíl hospodářských sektorů emitentů na celkovém počtu IPO v roce 2011.....	27
Graf 6: Objem emise akcií a počet IPO realizovaných ve Velké Číně v letech 2004-2011	29
Graf 7: Objem emise akcií a počet IPO realizovaných v USA v letech 2004-2011	30
Graf 8: Objem emise akcií a počet IPO realizovaných v Evropě v letech 2004-2011	31
Graf 9: Počet IPO v Polsku v letech 1991-2011	48
Graf 10: Počet IPO v Polsku na hlavním trhu a NewConnect v letech 2004-2011.....	49
Graf 11: Vývoj burzovních indexů PX a WIG v letech 1999-2011	52
Graf 12: Počet kotovaných společností na české a polské burze v letech 1994-2011.....	53
Graf 13: Poměr tržní kapitalizace a HDP na české a polské burze v letech 2001-2011	54
Graf 14: Poměr objemů obchodů a tržní kapitalizace na české a polské burze v letech 2001-2011	54
Graf 15: Meziroční vývoj HDP v České republice a Polsku v letech 2000-2011	61
Graf 16: Vývoj dvoutýdenních repo sazby ČNB v období 1995-2012	62
Graf 17: Příliv přímých zahraničních investic do České republiky v mil. Kč v letech 2000-2011	64
Graf 18: Rozdělení vybraných společností podle OKEČ	69
Graf 19: Rozložení finančních zdrojů dotazovaných společností	70

BIBLIOGRAFICKÉ ÚDAJE

Jméno autora: Simona Halfarová

Obor: Evropská hospodářskosprávní studia

Forma studia: prezenční

Název práce: Intial Public Offerings v České republice

Rok: 2013

Celkový počet stran: 80

Počet titulů české literatury a pramenů: 18

Počet titulů zahraniční literatury a pramenů: 7

Počet internetových zdrojů: 29

Vedoucí práce: Ing. Michal Vacenovský, LL.M.