

Ekvitní a dluhové projektové financování

Diplomová práce

Vedoucí práce:

Ing. Martin Širůček, Ph.D.

Bc. Edita Němcová

Brno 2016

Poděkování

Ráda bych poděkovala Ing. Martinu Širůčkovi, Ph.D. za vedení mé diplomové práce, poskytnuté odborné rady a trpělivost při konzultacích. Dále bych chtěla poděkovat Ing. Marku Hatlapatkovi za odborné konzultace.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Ekvitní a dluhové projektové financování** vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom/a, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 2. ledna 2016

Abstract

This diploma thesis deals with the comparison of equity and debt financing the development of the company according to pre-defined criteria such as cost, PR and marketing, debt and autonomy. Attention is also paid to the underpricing on the Czech capital market. The result of the work will assess the appropriate way of financing a particular company. It will also be calculated above underpricing the selected company on the basis of two selected methods.

Keywords

equity financing, debt financing, IPO, underpricing, capital market, initial public offering, BCPP, London Stock Exchange

Abstrakt

Diplomová práce se věnuje srovnání dluhového a ekvitního financování rozvoje společnosti dle předem vymezených kritérií, kterými jsou náklady, PR a marketing, zadluženost a autonomie. Pozornost je také věnována problematice underpricingu na českém kapitálovém trhu. Výsledkem práce bude vyhodnocení vhodného způsobu financování pro konkrétní společnost. Bude také vypočtena výše underpricingu u vybrané společnosti a to na základě dvou zvolených metod.

Klíčová slova

ekvitní financování, dluhové financování, IPO, underpricing, kapitálový trh, primární emise akcií, BCPP, London Stock Exchange

Obsah

Úvod	11
Cíl práce	12
1 Způsoby financování společnosti	13
1.1 Kapitálový trh	15
1.2 Organizace českého trhu s cennými papíry	18
1.3 Srovnání ČR s Polskem.....	20
2 Ekvitní financování	24
2.1 Initial public offering (IPO)	24
2.1.1 Průběh IPO.....	27
2.1.2 Náklady na IPO.....	32
2.1.3 Výhody a nevýhody IPO.....	35
3 Dluhové financování	39
3.1 Vymezení dluhového financování.....	40
3.1.1 Průběh poskytnutí dlouhodobého úvěru.....	42
3.1.2 Náklady na úvěr	46
3.1.3 Výhody a nevýhody dlouhodobého úvěru.....	49
3.2 Dílčí závěr.....	50
4 Metodika	52
5 Vlastní práce	55
5.1 Společnost Stock Spirits Group	55
5.2 IPO společnosti Stock Spirits Group	58
5.2.1 Důvody pro využití ekvitního financování	59
5.2.2 Průběh IPO společnosti Stock Spirits Group.....	60
5.2.3 Zhodnocení úspěšnosti IPO.....	62
6 Komparace dluhového a ekvitního financování	64
6.1 Srovnání dle nákladů	64

6.2	Srovnání dle PR společnosti.....	69
6.3	Srovnání dle zadluženosti společnosti.....	70
6.4	Srovnání dle autonomie společnosti.....	71
6.5	Dílčí závěr.....	72
7	Underpricing v prostřední českého kapitálového trhu	73
7.1	Výše underpricingu u vybraných společností.....	74
7.2	Underpricing společnosti Stock Spirits Group.....	78
7.3	Dílčí závěr.....	81
8	Diskuze	83
9	Závěr	88
10	Literatura	90
A	Časová náročnost zahájení IPO	97

Seznam obrázků

Obr. 1	Efektivní financování rozvoje podniku, zdroj: Řezňáková, 2012	15
Obr. 2	Regulované a neregulované burzovní trhy, zdroj: www.pse.cz	19
Obr. 3	Objemy obchodů na střeoevropských burzách v milionech EUR, zdroj: FESE	22
Obr. 4	Počet kotovaných společností na burzách ve střední Evropě, zdroj: FESE	23
Obr. 5	Náklady spojené s prvotní veřejnou nabídkou akcií (Meluzín, Zinecker, 2009)	32
Obr. 6	IPO Pegas Nonwovens, zdroj: www.pse.cz	36
Obr. 7	Celkové úvěry poskytnuté nefinančním podnikům, zdroj: ARAD (www.cnb.cz)	40
Obr. 8	Schéma úvěrového procesu, zdroj: Černoهورský, Teplý, 2011	42
Obr. 9	Struktura společnosti Stock Spirits Group, a. s., zdroj: www.stockspirits.com	57
Obr. 10	Existující a potenciálně nové trhy pro Stock Spirits Group, zdroj: www.stockspirits.com	58
Obr. 11	Vlastnická struktura před a po IPO, zdroj: výroční zpráva 2013 společnosti Stock Spirits Group	63
Obr. 12	Výše underpricingu u vybraných společností, vlastní zpracování	81
Obr. 13	Vývoj kurzu první den obchodování 22. 10. 2013 na LSE, zdroj: Bloomberg	85
Obr. 14	Vývoj tržní ceny akcií společnosti Stock Spirits Group po dobu 14 dnů, zdroj: Bloomberg	86

Seznam tabulek

Tab. 1	Harmonogram obchodování v Praze v rámci systému Xetra	20
Tab. 2	Přímé realizační náklady IPO na London Stock Exchange	35
Tab. 3	Přehled vybraných aktiv a závazků společnosti Stock Spirits Group	60
Tab. 4	Náklady na IPO společnosti Stock Spirits Group	65
Tab. 5	ING úvěry společnosti Stock Spirits Group	65
Tab. 6	Výše shareholders dluhu	66
Tab. 7	Splátkový kalendář společnosti Stock Spirits Group	67
Tab. 8	Srovnání nákladů na IPO a bankovní úvěr	68
Tab. 9	Rozvaha společnosti Stock Spirits Group v letech 2012 - 2014	71
Tab. 10	Negativní vliv underpricingu na stávající akcionáře	74
Tab. 11	Výše underpringu u vybraných společností (1)	77
Tab. 12	Výše underpringu u vybraných společností (2)	78
Tab. 13	První metoda výpočtu „underpricingu“	79
Tab. 14	Druhá metoda výpočtu underpricingu	80
Tab. 15	Dividendová politika společnosti Stock Spirits Group	84

Úvod

Zakladatelé podniku se potýkali s problémem zajištění dostatečného množství kapitálu pro rozvoj svého podnikání a investiční expanzi již v polovině 19. století. Nedostatek interních finančních zdrojů měl za následek otevření podniku externím investorům. O způsobech externího financování bude pojednáno v následujících kapitolách. V podmínkách českého kapitálového trhu však financování prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií, o čemž pojednává tato práce, není obvyklá. Do roku 2004 nebyla na pražské burze realizována žádná prvotní veřejná nabídka akcií. Přitom dle strategie udržitelného rozvoje ČR (2004) se za slabé stránky české ekonomiky považují mj. „*malá rozvinutost kapitálového trhu, nedostatečně vyvinuté alternativní formy financování podniků a jejich přílišná závislost na bankovním sektoru*“. Avšak s příchodem rozvoje IT technologií, burzovních systémů aj. narůstá obliba vstupu společností na český kapitálový trh.

Z hlediska této práce je důležité vymezení možnosti financování prostřednictvím kapitálového trhu, respektive IPO (prvotní veřejná nabídka akcií) a možnosti dluhového financování (dlouhodobý úvěr). Rozhodování o výši a struktuře zdrojů financování patří k základním úlohám podnikového finančního managementu. Cílem finanční strategie je nalézt vhodnou rovnováhu mezi kontrolními mechanismy, vysokou výkonností a minimalizací nákladů na finanční operace. Otázka finanční struktury se v klasickém pojetí zjednodušuje na diskuzi o optimální míře zadlužení. Praxe však ukazuje, jak uvádí Valach (2006), že míra zadlužení je rozdílná nejen v jednotlivých oborech podnikání, ale i ve vztahu k velikosti podniku, jeho právní formě či stabilitě realizovaného zisku. V centru pozornosti stojí především dva způsoby zdrojů financování a to primární emise cenných papírů a klasický dlouhodobý bankovní úvěr. Veřejné emise (public placement) jsou považovány za důležitý zdroj financování pro další růst podniků¹, ale také za známku stability a důvěryhodnosti podnikání.

Česká republika, jakožto i další země kontinentální Evropy, patří k zemím, kde bankovní úvěry představují pro většinu podniků hlavní zdroj financování jejich budoucího rozvoje. V období ekonomické transformace vlastnil velké banky stát a celá řada společností měla relativně snadný přístup k dluhovému financování. Společnosti z tohoto důvodu nebyly motivovány k využívání alternativních způsobů získávání kapitálu. Přitom prvotní veřejná nabídka akcií představuje pro podniky příležitost, jak získat peněžní prostředky bez omezení a např. bez podmínky pravidelného splácení. A právě z tohoto důvodu se diplomová práce zaměřuje na alternativní financování rozvoje společnosti, které mohou být pro společnost levnějším zdrojem.

¹ Bez akciových emisí by pravděpodobně nedošlo k tak mohutnému rozvoji internetu, mobilní komunikaci a softwarového inženýrství (Kolektiv autorů, 2004)

Cíl práce

Cílem této práce je na základě komparace dvou způsobů financování společnosti a to dluhového a ekvitního, stanovit vhodný způsob jejího financování, z pohledu této společnosti. Srovnání zmíněných dvou forem financování bude probíhat na základě čtyř vybraných kritérií, jimiž jsou:

- nákladovost,
- RP a marketing,
- zadluženost,
- autonomie.

Dílčím cílem této práce je vyhodnocení underpricingu na českém kapitálovém trhu. Bude analyzováno několik společností, které již v minulosti IPO realizovaly formou listingu resp. duálního listingu. Následně budou tyto úrovně underpricingu srovnány s úrovní underpringu analyzované společnosti, u které autorka práce tuto hodnotu vypočítá na základě dvou zvolených metod.

1 Způsoby financování společnosti

Každá společnost by měla při svém rozhodování o způsobu a struktuře financování, všechny možné varianty posoudit nejen z hlediska nákladnosti, ale také z dalších hledisek, a to, dopadu na finanční stabilitu podniku nebo například ekonomickou efektivnost záměru. Kapitálový trh nabízí velmi širokou škálu možného financování, nicméně v České republice stále převažuje dluhový typ financování. Dle Šiman a Petera (2010) je vhodné financovat investiční projekty dlouhodobým kapitálem vlastním nebo cizím. Za zdroje dlouhodobého kapitálu se obecně považují:

- vlastní kapitál,
- dlouhodobé účelové bankovní úvěry,
- emitované dluhopisy,
- leasing,
- splátkový prodej,
- odpisy dlouhodobého majetku.

Z pohledu původu kapitálu existují dvě možnosti a to financování z interních a externích zdrojů společnosti. V případě interního způsobu financování společnosti čerpají zdroje z nerozdělených zisků nebo dlouhodobých rezerv. Tyto prostředky společnost získala vlastní podnikatelskou činností. V případě tohoto způsobu využití zdrojů nevznikají žádné další náklady, které by zvyšovaly zadlužení společnosti, nedochází k růstu závazků. Nevýhodou je však skutečnost, že ne vždy se v nově rozvíjených společnostech daří dosahovat zisků a tvorby těchto fondů. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Rozvoj společnosti často není možné z takto vytvořených zdrojů pokrýt a proto je potřeba přistoupit k externím zdrojům. Externí zdroje je možné získat mimo vlastní podnikatelské aktivity. Externí prostředky mohou být získávány formou vlastního nebo cizího kapitálu. V případě cizího kapitálu (dluhové financování) si společnost nechává zisky plynoucí z takto získaného kapitálu v plné výši, nicméně musí platit úroky poskytovateli kapitálu. Cizí zdroje tedy představují budoucí závazek společnosti, který bude muset společnost splatit. Avšak je důležité mít na paměti, že cizí kapitál je vždy levnější než vlastní. (Šiman, Petera, 2010)

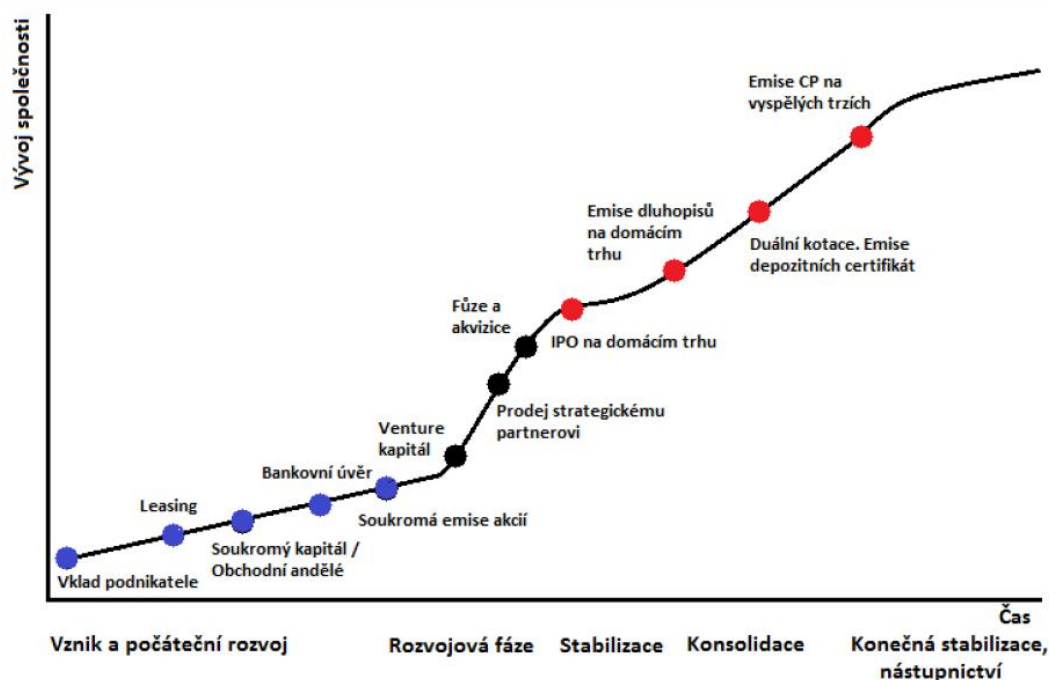
Je důležité zmínit, že mladé, růstově orientované podniky, pro něž je typická nízká kvóta vlastního kapitálu a omezený přístup k úvěrovým zdrojům je vhodnou variantou využití tzv. rizikového kapitálu. V tomto případě je možné se setkat se dvěma druhy a to, venture kapitál a private equity. Private equity zahrnuje investice do společností s jasnou historií ve fázi zralosti. Venture capital se naopak užívá zejména pro investice do relativně mladých společností, které potřebují kapitál pro svůj rychlý rozvoj, což je zobrazeno na obrázku 1. Mezi těmito dvěma nástroji je rozdíl zejména v rizikovitosti a očekávaném výnosu. Zatímco společnosti s jasnou historií představují relativně nižší riziko, mladé společnosti jsou pro investory vy-

soce rizikové a tomu odpovídá také očekávaný výnos investora. V případě financování rizikovým kapitálem tedy soukromí investoři nabízejí své volné finanční prostředky, za které požadují podíl v podniku, čímž se z investorů stávají akcionáři a návratnost jejich investice je tak přímo závislá růstu a ziskovosti daného podniku. Výhodou tohoto způsobu financování je fakt, že investor nevkládá do společnosti pouze peněžní prostředky, ale i své know-how, aby potenciálně růstovým společností pomohl s budováním silné pozice na trhu. Navíc investice soukromého kapitálu, na rozdíl od úvěru, nezvyšují zadluženost a zlepšují poměr dluhu k vlastnímu kapitálu. Na druhou stranu investor rizikového kapitálu očekává velmi vysoké zhodnocení vložených prostředků a také účast na důležitých a klíčových rozhodnutích při řízení společnosti. (Černíková, Hyblerová, 2009)

Další možností financování společnosti pomocí externích zdrojů, které vstoupí do vlastního kapitálu firmy, zejména na počátku „životního cyklu“ se v některých případech uplatňuje financování prostřednictvím „business angels“, což většinou bývají úspěšní podnikatelé. Tato forma financování je známa vysokou úmrtností, což je ovšem vyváženo tím, že některé společnosti naopak dosahují velice vysoké výnosnost kapitálu.

Dotace se považuje za externí zdroj financování. Dotující subjekt ji poskytuje na financování investičního nebo jiného záměru s cílem podpořit výstupy, které z projektu plynou. Poskytovatel dotace si za poskytnuté prostředky neúčtuje žádné úroky či podíl na zisku, musí se však společnost zavázat, že bude provozovat nějakou veřejně prospěšnou, ekologickou či jinou požadovanou činnost. V současné době jsou jedním z nejvýznamnějších zdrojů dotací strukturální fondy EU. (Šiman, Petera, 2010)

Rozvinuté podniky však pro svoji expanzi mohou potřebovat tak vysoké prostředky, že banka není schopna natolik vysokou částku poskytnout, právě pro tyto společnosti přichází v úvahu IPO. Problematika IPO bude podrobně rozebrána v následující kapitole, na niž bude navazovat dluhové financování. Zažádá-li podnikatelský subjekt o úvěr, jsou mu peněžní prostředky poskytnuty od banky. Banka se v tomto případě staví do pozice věřitele. Podnikatelský subjekt je zavázán tyto peněžní prostředky splatit dle smlouveného splátkového kalendáře. Tento způsob je společností volen z důvodu daňové znatelnosti úroků z úvěru a také rychlosti čerpání peněžních prostředků. (Budík, 2004).



Obr. 1 Efektivní financování rozvoje podniku, zdroj: Řezňáková, 2012

Jak prokazují empirické výzkumy, existuje jistá sekvence, s jakou jsou jednotlivé formy financování využívány v závislosti na životním cyklu podniku (Choe, Masulis a Nanda, 1993, Chemmanur a Fulghieri, 1999 či Oxelheim, Stonehill a Randoy, 1998). Použitelnost jednotlivých typů financování podniků ve stádiu vzniku, stabilizace, konsolidace znázorňuje obrázek 1.

U úspěšně rostoucích společností se otvírá možnost využívat pro financování expanze kapitálový trh, současně je management postaven před volbu mezi touto alternativou a bankovním úvěrem. Obrázek 1 zobrazuje pro jakou fázi rozvoje společnosti je typický způsob financování. V České republice jsou pro podnikatele typické modře vyznačené alternativy, a to, vlastní kapitál, investor a bankovní úvěr. (Řezňáková, 2012)

V této diplomové práci bude popsána a následně srovnána možnost získání peněžních prostředků pomocí primární emise akcií neboli IPO s bankovním úvěrem dle předem stanovených kritérií a následné doporučení vhodného financování vybrané společnosti. Poslední část práce bude také věnována vyhodnocení underpricingu na českém akciovém trhu, který je s IPO neodmyslitelně spojen.

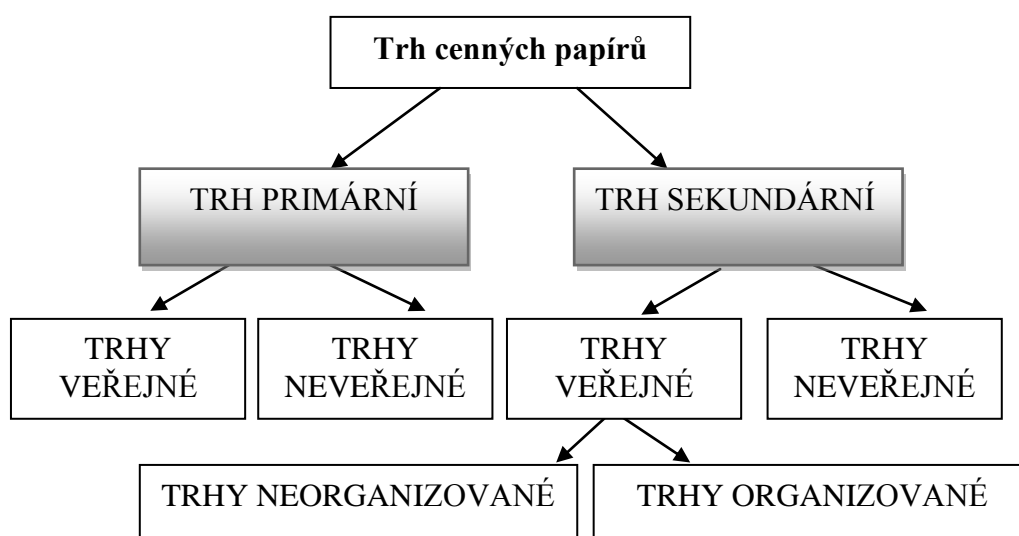
1.1 Kapitálový trh

Kapitálový trh je částí trhu finančního, na kterém se obchoduje s dlouhodobými úvěry a finančními dokumenty, jejichž doba splatnosti je zpravidla delší než jeden rok. Kapitálový trh ve vyspělých ekonomikách plní dvě základní funkce a to, oceňovací a alokační. Na základě tržní ceny akcií je determinována tržní hodnota pod-

niku, míra výnosnosti požadovaná investory u jednotlivých cenných papírů kvantifikuje riziko spojené s podnikatelskými aktivitami. Akciový trh lze navíc považovat za spolehlivý indikátor hospodářského vývoje. (Strýčková, Horák, 2012)

Jedním z předpokladů zdravé ekonomiky je dobře fungující kapitálový trh. Na tomto trhu dochází ke směně střednědobého a dlouhodobého kapitálu prostřednictvím cenných papírů. Na kapitálový trh vstupují emitenti, aby formou emise získaly zdroje pro financování vlastní činnosti či rozvoje podniku. Na tento trh vstupují také investoři (banky, podílové a penzijní fondy, pojišťovny aj.), aby zde zhodnotily své volné zdroje. Jedním z funkcí kapitálového trhu je tak pohyb kapitálu od přebytkových subjektů k deficitním (alokační funkce).

Další funkci, kterou finanční trh plní je poskytování likvidity a redukce transakčních nákladů.



Zdroj: Rejnuš (2008)

Všeobecně nejuznávanějším kritériem pro členění kapitálového trhu je to, zda jde o prvotní prodej určitého cenného papíru nebo o obchod s dříve emitovanými cennými papíry. Podle tohoto hlediska se trh cenných papírů člení na primární a sekundární.

Na primárních trzích se obchoduje s novými emisemi cenných papírů, z čehož je také patrné, že jejich hlavní funkce spočívá v získávání nových peněžních prostředků a v jejich přeměně ve zdroje dlouhodobé. Tyto zdroje jsou potřebné z důvodu realizace investičních projektů jak ze strany podniků, tak i státu. Jako protihodnota jsou investorům (prvním nabyvatelům), prodávány nově emitované cenné papíry. Fungování těchto trhů je do značné míry závislé na kvalitě fungování sekundárních trhů, protože zájem investorů o nově emitované cenné papíry závisí jak na vývoji tržních cen obdobných cenných papírů, se kterými se obchoduje na sekundárních trzích, tak na jejich likviditě. „Je to právě trh primárních emisí, který stojí v pravém centru tohoto neustále se měnícího systému, je srdcem, které dodává životodárnou krev ve formě kapitálu do organismu podnikatelské sféry současné ekonomiky“ (Liška, Gazda, 2001)

Na sekundárním trhu se obchoduje mezi investory s již dříve vydanými cennými papíry. Sekundární trh plní dvě základní funkce, a to stanovování kurzu (tržní ceny) cenných papírů a zajišťování jejich likvidity. Tyto dvě funkce investorům umožňují zpětnou přeměnu cenných papírů na peníze a zvyšuje jejich zájem o další finanční investice. Nicméně větší pozornost bude věnována trhům primárním, jelikož na nich IPO probíhá.

Obchody na primárním a sekundárním trhu probíhají na dvou typech trhů, kterými jsou trhy veřejné a neveřejné. Při splnění příslušných podmínek obchodování mohou na veřejných trzích obchodovat všichni potenciální zájemci, přičemž cenné papíry jsou na nich obchodovány za nejvyšší nabídnutou cenu. Smluvní neboli přímé obchody probíhají na neveřejném trhu, a to buď mezi dvěma, nebo více předem dohodnutými účastníky trhu. Předmětné cenné papíry zde mohou být prodány jednomu nebo více kupcům zároveň a to za individuálně dohodnutých podmínek. (Rejnuš, 2008)

Za instrumenty kapitálového trhu, na jejichž základě dochází k přemístování kapitálu, jsou podle Nývtové (2009) považovány:

- investiční cenné papíry (akcie, dluhopisy)
- cenné papíry vydané fondem kolektivního investování,
- finanční deriváty na dlouhodobé instrumenty (opce, swapy, futures).

Dle druhu kapitálové potřeby, kterou jejich emise zabezpečuje, se cenné papíry člení na majetkové a úvěrové. Majetkovými cennými papíry jsou především akcie a podílové listy, které neobsahují nárok investora na vrácení investovaného kapitálu a emitentovi umožňují obstarat vlastní kapitál. Úvěrovými cennými papíry jsou zejména dluhopisy, které jsou založeny na úvěrovém vztahu mezi investorem a emitentem. Emitent si jejich emisí obstarává dočasný (cizí) kapitál k podnikání, avšak zde investor očekává, že investovaný kapitál získá ve stanovené lhůtě zpět navýšený o předem dohodnutý výnos (úrok).

První prodej cenného papíru (akcie, dluhopis) se realizuje jeho emisí na primárním trhu, kde emitenti vydávají cenné papíry za účelem získání finančních prostředků. Emisní obchody provede emitent sám nebo využije služeb investiční banky či obchodníka s cennými papíry (cizí emise). Vlastní emise jsou schopni zrealizovat pouze ti emitenti, kteří zvládnou vlastními silami zabezpečit technickou, právní a ekonomickou stránku celého emisního obchodu (vlastní emise). Při cizí emisí využívají emitenti služeb specializovaných emisních prostředníků, kteří zabezpečují emisní poradenství, vyhotovení emisního prospektu, registraci emise, vytvoření emisního konsorcia, umístění cenných papírů a jejich podporu. (Nývtová, 2009)

1.2 Organizace českého trhu s cennými papíry

Rozvoj českého trhu s cennými papíry je spojen s kuponovou privatizací, která se konala v několika letech během 90. let minulého století. V rámci tohoto procesu došlo k převodu akcií privatizovaných společností do vlastnictví obyvatelstva. Během velmi krátkého období bylo více než 1700 státních podniků transformováno na akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi. Kupónová privatizace měla proto podstatný vliv na dosavadní vývoj českého kapitálového trhu. V podniku se nevyskytoval zkušený management a ani nebyla ochota se chovat podle pravidel na kapitálových trzích. V důsledku toho se původní počet kotovaných akciových emisí v následujících letech postupně snižoval až na 32. (Liška, Gazda, 2001)

Netransparentnost, nedostatečný dozor a neschopnost státu stanovit jasná pravidla hry, byly hlavní znaky českého kapitálového trhu. Systém regulace, který se odvíjí od právních norem platných v první polovině devadesátých let, měl daleko k efektivitě. Podstatnou změnu pro český kapitálový trh znamenalo především zřízení Komise pro cenné papíry, s účinností od 1. dubna 1998. Jednalo se o nezávislý správní úřad, který byl zodpovědný za výkon dozoru nad kapitálovým trhem s cílem zajištění ochrany investorů, transparentnosti trhu a boje proti finanční kriminalitě. (Nývtová, 2009) Avšak nyní vykonává regulaci a dohled nad kapitálovým trhem Česká národní banka. Při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem podle zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu ČNB posiluje důvěru investorů a emitentů investičních nástrojů v kapitálový trh zejména tím, že přispívá k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu a podporuje osvětu v této oblasti. (www.cnb.cz)

V současné době v České republice fungují dva regulované kapitálové trhy. První představuje Burza cenných papírů Praha a RM-systém. RM-systém fungoval do roku 1993 jako mimoburzovní, avšak od 1. prosince 2008 se transformoval na standardní burzu, zaměřenou především na drobné a střední investory. Burza cenných papírů Praha reprezentuje oficiální kapitálový trh, na kterém se obchodují akcie nejvýznamnějších českých i zahraničních společností. Na obou trzích se však obchoduje s českými i zahraničními akciemi, obligacemi, investičními certifikáty, futures a warranty. Obchodování s deriváty probíhá v ČR v relativně malém objemu ve srovnání například s Polskem. (Strýčková, Horák, 2012).

Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP), je největším a nejstarším organizátorem trhu s cennými papíry v České republice. Po padesátileté přestávce způsobené druhou světovou válkou a komunistickým režimem byla znovu otevřena v roce 1993. Navázala tak na činnost pražské komoditní a akciové burzy založené roku 1871. Obchodování na BCPP probíhá prostřednictvím licencovaných obchodníků s cennými papíry, kteří jsou zároveň členy burzy. Jedná se především o významné banky a makléřské firmy. Mezi významné členy burzy patří Česká spořitelna, a.s.; Československá obchodní banka, a.s.; Patria Finance, a.s.; Cyrrus, a.s. a spousta dalších. (www.pse.cz)



Obr. 2 Regulované a neregulované burzovní trhy, zdroj: www.pse.cz

Obrázek 2 znázorňuje tři druhy trhů, které existují na BCPP. Prime Market je regulovaný trh, který je určený pro obchodování největších a nejprestižnějších emisí akcií českých i zahraničních společností. Akcie přijímané na tomto trhu musí splňovat podmínky stanovené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT) a burzovními pravidly. V případě přijetí, musí společnost splnit následující podmínky, které ukládá ZPKT. Tržní kapitalizace emisí musí činit 1 000 000 euro, alepoň 25 % emise musí být rozptýlena mezi veřejnost a doba podnikatelské činnosti musí být minimálně 3 roky. Nově přijímané akcie jsou v prvním roce osvobozeny od placení poplatků. (www.pse.cz)

Standard market musí opět splňovat podmínky stanovené ZPKT a burzovními pravidly. Burza na tomto trhu neklade na emitenta a jejich emise vyšší nároky, než je určeno obecně platnými zákony týkajícími se kapitálového trhu. Emitent nově přijímané emise je opět osvobozen od placení jednorázového poplatku za přijetí emise k obchodování.

V České republice v roce 2012 vznikl nový neregulovaný trh START, který byl zaměřen především na malé a střední podniky, BCPP tak reagovala na situaci, kdy banky začaly omezovat množství poskytovaných bankovních úvěrů. Tento nový trh START měl snížit požadavky kladené na společnosti, které plánovaly vstoupit na burzu, avšak při zachování dostatečné míry transparentnosti. Na společnosti nejsou kladeny požadavky minimální kapitalizace ani doby existence společnosti. Akcie přijímané na trhu Start musí splňovat podmínky stanovené pouze burzou. (www.pse.cz)

Od roku 2009 je BCPP součástí skupiny CEE Stock Exchange Group (CEESEG), která zahrnuje maďarskou, slovinskou, vídeňskou a pražskou burzu. Skupina CEESEG se podílí na polovině celkového objemu tržní kapitalizace a zhruba dvěma třetinami na objemech obchodů ve střední a východní Evropě. Je tak největším hrá-

čem ze všech burz v regionu. Silná aliance, členství v prestižních sdruženích evropských a světových burz jsou plnou zárukou transparentnosti a vysoké kvality služeb jak pro emitenty tak i investory. (www.ceeseg.com)

Pražská burza zahájila 30. listopadu 2012 obchodování na nové platformě Xetra. Generální ředitel burzy cenných papírů Praha Petr Koblíček uvedl, že díky implementaci nového obchodního systému Xetra se pražská burza dostane do hledáčku zahraničních investorů, kteří již tento systém využívají, což, může mít pozitivní vliv na likviditu na českém kapitálovém trhu. Tím, že platformu využívají i naše partnerské burzy v rámci skupiny CEESEG, dochází k logické harmonizaci pravidel obchodování i listingu, a pro české emitenty se tak otvírají dveře ke snadnému vstupu na další evropské trhy“. (www.patria.cz)

Tab. 1 Harmonogram obchodování v Praze v rámci systému Xetra

Čas	Fáze obchodování Xetra
08:50 – 09:00	Otevírací aukce
9:00	Stanovení otevíracích cen
09:00 – 16:20	Kontinuální obchodování
16:20 – 16:25	Závěrečná aukce
16:25	Stanovení závěrečných cen

Zdroj: www.pse.cz

Aukce je burzovní systém každodenního průběžného obchodování, ve kterém se podle zadávaných pokynů mění aktuální nabídka a poptávka po cenných papírech, které splňují zákonem stanovené podmínky pro registrovaný cenný papír. V případě převisu poptávky kurz akcie roste, v opačném případě při převisu nabídky, kurz klesá. Aukce se skládá z jednotlivých kol. Prvním aukčním kolem je tzv. otevírací aukce, při které jsou najednou párovány nevypořádané pokyny z předešlého dne s pokyny podanými na trh v době uzavřené fáze po skončení předešlého obchodního dne. (www.rmsystem.cz)

1.3 Srovnání ČR s Polskem

Přestože byly kapitálové trhy v České republice a Polsku po změně režimu prakticky na stejné startovací čáře, dnes jsou podmínky diametrálně odlišné. Zatímco pražská burza bojuje o každý nový titul, varšavská burza je v počtu IPO lídrem v celé Evropě.

Obrázek 3 zobrazuje objemy obchodů na středoevropských burzách (Varšava, Vídeň, Praha) v milionech euro. Je patrné, že zatímco na pražské a vídeňské burze je situace podobná, na varšavské burze je zcela opačná. Rozdílný vývoj oproti České republice započal na samém začátku transformace ekonomiky z centrálně řízené na tržní. Prioritou polského trhu bylo vytvořit pravidla pro fungování kapitálového trhu. Vytvořili tedy komisi pro cenné papíry a poté přistoupili k jeho spuštění. V listopadu 1990 byly na Varšavské burze nabídnuty akcie prvních pěti společnos-

tí. Účelem bylo vzbudit zájem o varšavský kapitálový trh. Z toho důvodu se také vláda rozhodla prodat nejlepší podniky, ale dala si velký pozor na to, aby akcie nebyly nadhodnoceny, protože by tím způsobila ztrátu důvěry investorů v kapitálový trh. I přes zodpovědný přístup státu, se potýkal polský trh s nízkou likviditou. Postupně však společností na burze přibývalo a na trhu se obchodovalo i s dalšími instrumenty. (Chylík)

Růstový obchodní plán, vývoj a nasazení nových produktů, vstup na nové trhy, upevnění pozice v odvětví, akvizice konkurenčních společností a další investice do výroby jsou právě ty výzvy pro majitele tuzemských firem a manažerské týmy, které byly často s IPO spojovány. Přehnané nadšení investorů z rychlých úspěchů společností „nových technologií“ v 90. letech dvacátého století, nízká počáteční kapitálová vybavenost, vykazování pozitivních výsledků za každou cenu a rychlé inovační změny v odvětví vedly k vážným hospodářským problémům těchto společností na počátku nového tisíciletí v naší zemi. To mělo za následek téměř usmrcení kapitálového trhu ve vztahu k novým emisím. Bublina „nových technologií“ splaskla a na kapitálový trh dopadly další nepříjemné události – teroristický útoky z 11. září 2001, válečné konflikty, nemoc SARS. (Ježek, 2004)

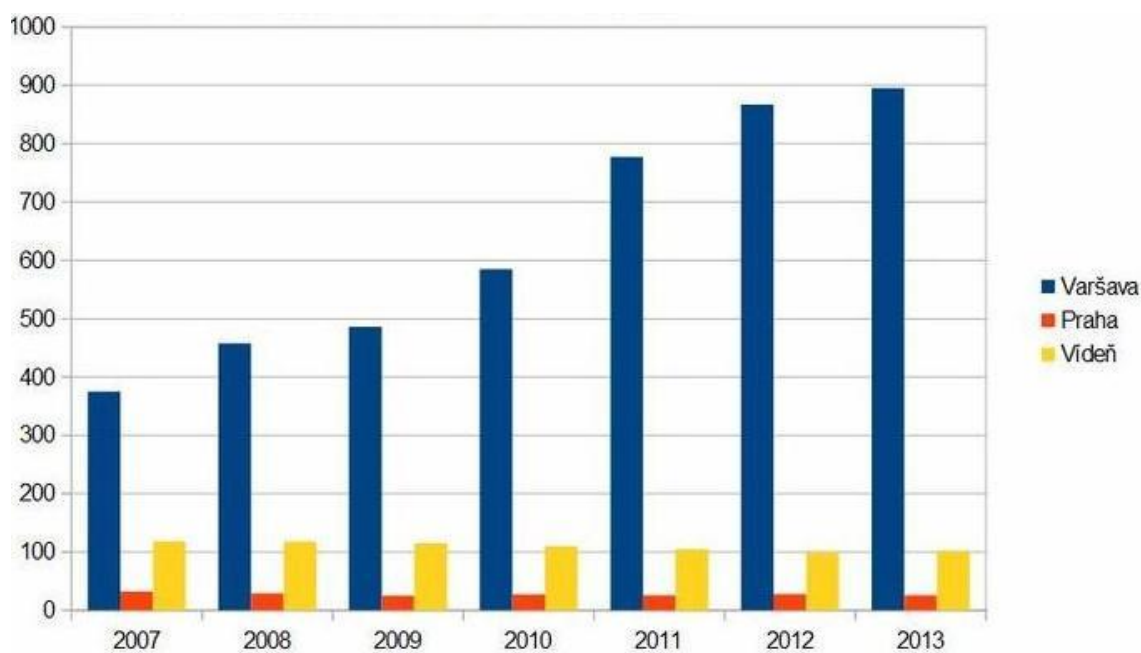
Významný faktor ovlivňující likviditu na varšavské burze jsou polské penzijní fondy, které mohou pouze 5 % svých prostředků investovat do zahraničních akcií a 40 % do domácích akcií. Avšak musíme mít na vědomí i skutečnost, že polská ekonomika je celkově větší a je tak i zdrojem nových společností a likvidity. (Chylík) V neposlední řadě Češi jsou velice konzervativní, co se týká investování, jelikož jsou poznamenáni negativními zkušenostmi z minulosti. Volí raději investice do méně rizikových investičních instrumentů (státních pokladničních poukázek či státních dluhopisů), což je spojeno s nižším rizikem, ale na druhou stranu také výnosem. Většina Čechů preferuje využití pasivních bankovních obchodů v podobě uložení peněz na spořicí účtech, proto banky disponují nadměrným množstvím peněžních prostředků a nemají problém zafinancovat i rozsáhlý investiční projekt.

Další příčinnou odlišného vývoje pražské a varšavské burzy je i skutečnost, že se v roce 2007 na varšavské burze otevřel trh New Connect určený pro menší společnosti. Tento nový trh umožňuje společnostem vstoupit na burzu s nižšími náklady. Oproti BCPP je na GPW obchodováno převážně s domácími společnostmi. (Meluzín, Zinecker, Lapinska, 2012)



Obr. 3 Objemy obchodů na středoevropských burzách v milíonech EUR, zdroj: FESE

Český finanční trh je pro nové emise cenných papírů relativně malý a opatrný, jelikož je zahlcován stále novými emisemi státních dluhopisů a hypotéčních zástavních listů, které jsou považovány za bezpečné. Tato skutečnost je pro Čechy velice důležitá, jelikož jak již bylo zmíněno výše, jsou při svých investicích velice opatrní (konzervativní styl investování). (Ježek, 2004)



Obr. 4 Počet kotovaných společností na burzách ve střední Evropě, zdroj: FESE

Obrázek 4 znázorňuje obrovské rozdíly mezi počtem kotovaných společností na burzách v České republice a v Polsku. Důvody nepříznivého vývoje v ČR byly popsány výše, které s tímto vývojem souvisí. S ohledem na velikost české ekonomiky a historicky danou sílu bankovního způsobu financování nelze předpokládat, že by získávání zdrojů prostřednictvím IPO sehrávalo v budoucnosti dominantní roli. (Ježek, 2004) Přesto si autorka této práce myslí, že nelze rezignovat a je potřebné učinit všechny možné kroky na podporu kapitálového trhu a zvýšení využívání tohoto zdroje financování.

2 Ekvitní financování

Jednou z možností financování rozvoje akciové společnosti je navýšení základního kapitálu. Toto navýšení základního kapitálu probíhá formou emise nových akcií, na kterou navazují procesy upisování a splácení. Základní kapitál akciové společnosti je rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě. Akcie představuje cenný papír, na základě kterého jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na řízení společnosti, jejím zisku, ale také na likvidačním zůstatku v případě zániku společnosti. Akcionáři ručí za závazky podnikatelského subjektu pouze majetkovým vkladem do podniku, který je v případě akciové společnosti vyjádřen nominální hodnotou upsaných akcií. Právo podílet se na řízení společnosti je omezeno na hlasování na valné hromadě. (Brealey, 2000)

Od 1. ledna 2014 byl obchodní zákoník nahrazen zákonem o obchodních korporacích, který rozlišuje kmenové akcie, s nimiž jsou spojena veškerá práva akcionáře jako společníka akciové společnosti a prioritní akcie jsou akcie, s nimiž jsou spojena přednostní práva týkající se dividendy nebo podílu na likvidačním zůstatku. Problematice cenných papírů se věnuje i občanský zákoník. Souhrn jmenovitých hodnot prioritních akcií nesmí překročit polovinu základního kapitálu. Vlastníky prioritních akcií jsou většinou zaměstnanci podniku, kteří mají být tímto způsobem zainteresováni na úspěchu podniku.

Meluzín (2008) uvádí, že získávání základního kapitálu upisováním akcií je spojeno s rozhodováním mezi soukromou a veřejnou emisí.

- **Soukromá emise akcií** představuje přímý prodej akcií předem vymezenému počtu právnických a fyzických osob. Tento způsob je typický pro akciové společnosti s nízkým počtem akcionářů. Na organizovaných veřejných trzích nelze s akciemi těchto společností obchodovat.
- **Veřejná emise akcií** představuje veřejnou nabídku neomezenému počtu zájemců (neurčených osob) s cílem získat požadovaný objem kapitálu prostřednictvím primárního trhu cenných papírů.

2.1 Initial public offering (IPO)

Autorka při hledání definic pojmů Initial Public Offering, pro který se používá zkratka IPO, našla několik zahraničních zdrojů. NASDAQ definuje jako „první prodej akcií soukromé společnosti veřejnosti“. Podobné definice lze najít v pracích Welche (2006), který IPO definuje jako „mechanismus, prostřednictvím něhož se poprvé dostávají akcie neveřejně obchodovatelných společností k běžným investořům“. Poradenská společnost Ernest&Young (2008) pro účely svých analýz definuje jako „první nabídku podnikových akcií veřejnosti“. Na základě výše uvedených definic lze konstatovat, že společnost poprvé nabízí veřejnosti cenné papíry (akcie) a zároveň vstupuje na veřejný organizovaný trh reprezentovaný nejčastěji burzou jakožto jeho vrcholovou institucí. Podstatné je také to, že IPO může uskutečnit

pouze emitent, s jehož cennými papíry se v dané době na veřejném trhu cenných papírů v dané době neobchoduje.

Veřejný organizovaný trh s cennými papíry je v České republice podle zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, vzpp. definován jako regulovaný trh s investičními nástroji. (Meluzín, 2011)

Meluzín, Zinecker, (2009) rozlišují podle původu akcií nabízených v rámci IPO:

- **IPO primárních akcií**, při kterém dochází k emisi nových akcií a následnému uvedení na veřejný primární trh cenných papírů,
- **IPO sekundárních akcií**, které spočívají v nabídce již dříve vydaných akcií, se kterými se dosud obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů,
- **kombinované IPO**, při kterém se nově emitované akcie doplňují veřejnou nabídkou stávajících akcií.

Důvodem pro IPO primárních akcií je především potřeba dalšího kapitálu pro rozvoj společnosti, omezená tvorba interních zdrojů a vzrůstající podíl bankovních úvěrů ve finanční struktuře společnosti, vylepšení image společnosti, zvýšení atraktivity společnosti jako zaměstnavatele, (Meluzín, 2011) ale také zajištění potřebných prostředků pro vyplacení tzv. exitu stávajících akcionářů aj.

Při IPO primárních akcií nabízí emitent nově vydané cenné papíry (akcie) a jejich prodejem získává peněžní prostředky pro své podnikatelské aktivity. Avšak při IPO sekundárních akcií získávají peněžní prostředky stávající akcionáři, jejichž akcie jsou v rámci IPO poprvé uvedeny na veřejný sekundární trh. Lze tedy říci, že pro financování dalšího rozvoje společnosti vlastními externími zdroji má význam jen IPO primárních akcií. (Meluzín, 2011)

IPO nepřináší pouze peněžní prostředky, ale znamená pro firmu mnohem více. Firma se vstupem na kapitálový trh zařazuje mezi nejlepší společnosti v daném regionu a získává tím prestiž, která nejen slouží ale zároveň i zavazuje. Od chvíle vstupu na akciový trh je právě ta společnost, která udává rytmus a ke kterým ostatní vzhlíží. (www.pse.cz)

Jedním z hlavních kritérií pro úspěšné IPO je schopnost zaujmout a přesvědčit investory, že jejich vložené prostředky budou značně zhodnocovány. Proto by si společnost měla jasně definovat své cíle a rozvojové plány, které budou prezentovány investorům. Pro všechny společnosti pohybující se na kapitálových trzích je ochota sdílet informace s investory klíčová.

Financování společností prostřednictvím initial public offering (IPO) má ve světě velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích se řadí k již tradičnímu způsobu získávání peněžních prostředků pro rozvoj společnosti. Ve spojených státech amerických, Japonsku a západní Evropě je tato forma financování rozvoje akciové společnosti využívána již několik desetiletí. První IPO se začaly na těchto trzích ve větší míře uplatňovat od konce padesátých a počátku šedesátých let a velice rychle si vydobily své místo mezi tradičními způsoby financování rozvoje podniků. Prudký rozvoj IPO byl zapříčiněn zejména přísnými podmínkami bank, které byly

kladeny na poskytnutí úvěru. Banky od té doby velice detailně posuzují finanční situaci svých potenciálních dlužníků, přičemž za základ při rozhodování o poskytnutí úvěru slouží historie společnosti, jeho dlouhodobá pozice na trhu a účetní výkazy pokrývající dostatečně dlouhou dobu existence podniku.

Je zřejmé, že řada nově vzniklých podniků, jejichž podnikatelský plán byl založen na nové myšlence nebo nedávno objeveném technickém principu, nemohla těmto požadavkům na poskytnutí úvěru vyhovět. Většinou šlo o podniky, které vznikly v odvětví s bouřlivým rozvojem vědy po skončení druhé světové války. Nejlepším příkladem tohoto vývoje je dnes již známé kalifornské Silicon Valley, které velice rychle získávaly peněžní prostředky právě prostřednictvím IPO. Přirozeně ne všechny společnosti, které se snažily získat prostředky pro rozvoj své společnosti, prostřednictvím IPO uspěly. Některým se nepodařilo najít investory a některé zase neuspěly při svém podnikání a skončily zánikem.

Celkově však význam IPO ve světovém finančnictví narůstá a jejich historický přínos je obrovský. Bez primárních emisí by nikdy nedošlo k tak mohutnému rozvoji mobilní komunikace, softwarového inženýrství a internetu. (Liška, 2001)

Mezi důležité faktory dle autorů Gazda, Liška (2001), které jsou pro vznik fungujícího trhu s primárními emisemi nezbytné, jsou řazeny především tyto:

- dostatečný počet emitentů, kteří vidí IPO jako ideální nástroj pro získání peněžních prostředků ke svému dalšímu rozvoji,
- dostatečný počet investorů, kteří se nebrání investovat do nových emisí,
- odpovídající počet renomovaných investičních bankéřů,
- likvidní a transparentní sekundární trh s cennými papíry.

Na nabídkové straně IPO, kterou představují potřeby a ekonomické pozice českých firem stojí fakt, že většina firem v České republice se řadí mezi malé a střední podniky, které jsou navíc svázané s určitým regionem a českou ekonomikou a v důsledku toho jsou možnosti jejich dalšího růstu omezeny. Další překážkou jsou jednorázové náklady na realizaci IPO, které jsou pro malé a střední podniky ve většině případů neúnosné. Dalším důvodem pro velkou část českých podniků je skutečnost, že většina se potýká s akutním nedostatkem kapitálu. IPO je spojen s dlouhou časovou prodlevou, a tudíž se firmy obracejí na banky s žádostmi o krátkodobé až střednědobé úvěry. Toto však vede k začarovanému kruhu, neboť společnost s krátkodobými zdroji není schopna sestavovat dlouhodobé plány a strategie. Rovněž ani její finanční ukazatele nemohou přitahovat pozornost investorů. Další faktor, který má neoddiskutovatelný vliv na úspěšnost emise nových akcií, je i odvětví, ve kterém emitent podniká. Ani finanční svět se nedokáže ubránit vlivům sezonnosti či módnosti, z čehož vyplývá, že investoři upřednostňují IPO firem, které hodlají působit na některém z nově se rozvíjejících oborů (biotechnologie či optoelektronika). Na oborech „nové ekonomiky“ se však promítá velké zpoždění ČR ve smyslu výchovy nových odborníků v těchto perspektivních oborech. Další faktor, který limituje rozšíření IPO je obava vlastníků těchto firem otevřít své podniky

vlivu jiných akcionářů. U manažerů firem převládají negativa IPO v podobě sdílení budoucích zisků s novými akcionáři, povinnost informovat o hospodaření podniku podle pravidel určených regulačními orgány kapitálového trhu. Dalším limitujícím faktorem může také být neznalost manažerů podstaty IPO. Kromě toho pokud opomineme bankovní úvěr, je k dispozici řada dalších způsobů jak získat zdroje na rozvoj, fondy rizikového kapitálu, soukromé financování (private equity).

Na straně poptávky bohužel také nepanuje optimistický výhled. Český kapitálový trh nemá v očích investorů dobrou pověst, proto ochota drobných investorů zhodnocovat své úspory prostřednictvím domácích cenných papírů je malá. Výsledkem je historický primát ČR v podílu úspor obyvatelstva uložených v bankovních depozitech na celkovém objemu úspor. Důležitý ekonomický faktor, který brání růstu zájmu o české akcie je nízká výkonnost českých firem. V neposlední řadě odvážnější investor raději své volné prostředky umístí do akcií na vyspělé trhy, které nabízí velké množství zajímavých investic bez rizik a obtíží. (Liška, Gazda, 2001)

2.1.1 Průběh IPO

Počátek procesu IPO začíná několik měsíců před datem emise. Přípravy ve společnosti na IPO trvají 1 až 2 roky před plánovaným datem. Externí přípravy avšak začínají až později, najmutí auditora, právníka aj. Každá společnost, která se chystá na realizaci IPO, čeká na co nejlepší podmínky na trzích pro získání maximálního objemu finančních prostředků. Je žádoucí uskutečnit emisi, v té době, kdy na trhu panuje optimistická nálada, a investoři jsou nakloněni danému odvětví.

a) Přípravná fáze

V přípravné fázi se potenciální emitent připravuje na splnění všech důležitých podmínek pro uskutečnění IPO. Za nejnáročnější krok z hlediska času přípravy emitenta lze považovat implementaci Mezinárodních účetních standardů a provedení nezbytných změn ve vedení a struktuře společnosti v souladu s principy corporate governance. Výsledkem přípravné fáze je transformace společnosti do podoby veřejně obchodovatelné společnosti takovým způsobem, aby byla zajištěna dostatečná transparentnost pro budoucí investory. (Meluzín, Zinecker, 2009)

b) Realizační fáze

Jakmile existují příznivé ekonomické podmínky, včetně situace na kapitálovém trhu, a společnost je již dostatečně připravena na veřejnou nabídku svých akcií, pak je možné přistoupit k realizační fázi. Tato fáze lze rozdělit do několika kroků:

1. výběr manažera emise a ostatních členů realizačního týmu,
2. výběr kapitálového trhu pro realizaci IPO,
3. důkladné prověření společnosti,
4. interní ocenění emitující společnosti,
5. svolání valné hromady za účelem rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu,

6. příprava emisního prospektu,
7. proces schvalování emisního prospektu,
8. jednání s organizátorem regulovaného trhu,
9. prezentace společnosti investorům (road show)
10. rozhodnutí o výši emisního kurzu akcií a jejich alokaci mezi investory,
11. přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu s investičními nástroji.

Prvním krokem je výběr manažera emise, se kterým společnost uzavře mandátní smlouvu. V této smlouvě jsou upraveny vzájemné vztahy během celého období přípravy emise akcií. Hlavním důvodem této smlouvy je ochrana manažera emise před nekrytými výdaji v případě, že z nějakého důvodu nedojde k úpisu akcií. V mandátní smlouvě většinou lze nalézt ujednání, podle kterého budou manažerovi emise uhrazeny veškeré výdaje, které mu v souvislosti s přípravou IPO vzniknou. Součástí mandátní smlouvy je také určení tzv. hrubého rozpětí (gross spread), které představuje odměnu vedoucího manažera emise a dalších upisovatelů. Dle zdroje Ellis, Michaely a O'Hara (1999) obdrží vedoucí manažer emise obvykle 20 % z hrubého rozpětí za svoji činnost, další část 60 % je rozdělena mezi ty, kteří se podílejí na samotném úpisu akcií. Zbývající část 20 % je určena ke krytí skutečně vynaložených nákladů na úpis akcií (poradenství, marketing atd.). Meluzín a Zinecker (2009) uvádí, že celková výše hrubého rozpětí se na českém kapitálovém trhu pohybuje v rozmezí 3-5 % z objemu emise. Manažer emise musí zjistit potřebnou výši nového kapitálu a ověřit si připravenost emitenta pro IPO, případně požádá o provedení investičního ratingu.

Dalším úkolem manažera je výběr vhodného kapitálového trhu pro realizaci IPO. Při výběru trhu by se mělo zohledňovat sídlo společnosti, celková koncepce podnikání, účinnost IPO jako vhodného marketingového nástroje a v neposlední řadě také očekávaná poptávka a struktura investorů. V případě výběru zahraničních trhů, je nutné posoudit i nevýhody, které jsou s ním spojeny a to většinou vyšší realizační náklady na IPO.

Manažer emise většinou pomáhá společnosti při výběru dalších poradců, tj. renomovaného právního poradce, vhodného auditora, daňového poradce a poradce pro vztahy s investory a veřejností. Při prvním setkání celého realizačního týmu (*kick-off meeting*) dochází k přípravě důkladného prověření společnosti, tzv. due diligence, které se skládá z následujících částí:

- právní prověření,
- ekonomické prověření,
- finanční a účetní prověření.

Dalším krokem je interní ocenění emitující společnosti, jehož výsledkem je stanovení počátečního cenového rozpětí akcií, což představuje základ pro jednání s potenciálními investory o emisním kurzu akcií. Interní ocenění je poslední částí, ve které může dojít k zamítnutí IPO. Hrozí tu riziko, že pokud by se odhadnutá cena

neshodovala s představami stávajících akcionářů, mohlo by z jejich strany dojít k zablokování dalšího průběhu.

Rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu patří dle zákona o obchodních korporacích do působnosti valné hromady, která však může pověřit rozhodnutím o zvýšení základního kapitálu představenstvo. Usnesení valné hromady, respektive rozhodnutí představenstva o záměru zvýšit základní kapitál upisováním nových akcií společnosti musí být zapsáno do obchodního rejstříku. Tento zápis do obchodního rejstříku je důležitou podmínkou pro zahájení úpisu akcií. Návrh na zápis musí být podán do 30 dnů od usnesení valné hromady resp. rozhodnutí představenstva. Tato skutečnost se označuje jako první zápis do obchodního rejstříku. Následně dochází k vyhodnocení procesu due diligence a k určení problematických míst, které je nutné co nejdříve odstranit. Jakmile manažer emise získá veškeré důležité informace, začne ve spolupráci s ostatními členy realizačního týmu připravovat emisní prospekt. Tento prospekt obsahuje souhrn všech informací, které investoři nezbytně potřebují k přesnému a správnému posouzení cenného papíru, majetku, závazků emitenta, jeho finanční situace, zisku a ztrát a perspektiv budoucího vývoje. Minimální rozsah, který musí prospekt obsahovat je dán v nařízení komise Evropského společenství. Organizátor regulovaného trhu může pro přijetí na svůj trh požadovat, aby prospekt obsahoval i další informace a údaje. Prospekt je vypracován širokému okruhu investorů a měl by být sestaven v českém a případně i anglickém jazyce, srozumitelně a přehledně. Tento dokument nesmí obsahovat žádná významná chybná či zavádějící prohlášení a nesmí v něm chybět závažné skutečnosti. (www.pse.cz)

Po vypracování prospektu je nutné jeho schválení orgánem dohledu nad kapitálovým trhem, tuto funkci zastává Česká národní banka od roku 2006. Emitent má možnost si nechat schválit předběžný prospekt, který neobsahuje všechny taxativně určené údaje. Předběžný prospekt je jedním ze základních marketingových nástrojů veřejné emise akcií. Spolu se žádostí o schválení prospektu je potřeba požádat ČNB o přidělení ISIN, takzvaného jedinečného identifikačního čísla cenných papírů téže emise, neboť tento údaj je jednou z náležitostí prospektu a emisních podmínek. Každá společnost by měla zvážit způsob uveřejnění prospektu a to ze dvou hledisek, z hlediska oslovení vhodného typu investorů a také z hlediska výše nákladů vynaložených na jeho zveřejnění.

Dojde-li k podstatným změnám po zveřejnění prospektu, je nutné dodatek prospektu, který musí být opět schválen ČNB. Současně s procesem schvalování prospektu probíhá jednání s organizátorem regulovaného trhu (BCPP). Manažer emise s právními poradci připraví žádost o přijetí akcií k obchodování na oficiálním trhu, která bude doručena jeho organizátorovi. Splňuje-li emitent požadavky, které jsou potřebné pro přijetí emise na BCPP, zjišťuje burzovní výbor pro kotaci, zda ČNB schválila prospekt a byl-li uveřejněn. Výbor se zabývá i důvěryhodností informací, které emitent v prospektu uvedl. Pokud výbor zjistí nesprávnost uvedených informací, může být kotace zrušena či zamítnuta. O žádosti rozhodne výbor do 30-ti dnů od jejího doručení. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Jakmile společnost získá všechna potřebná povolení, začne management společně s manažerem emise a poradcem pro vztahy s investory a veřejností připravovat prezentaci společnosti potenciálním investorům, tzv. road show. Komunikace s investory probíhá formou osobního setkání, na kterém se prezentuje podnikatelský záměr emitenta, tzv. investiční příběh. Tato část je považována za velmi důležitou a proto je třeba ji věnovat dostatek času a úsilí. V rámci road show se management společnosti a další členové realizačního týmu účastní několikadenního setkání se všemi významnými investory (institucionální charakteru), a to jak na domácím tak i zahraničním trhu. Hlavním smyslem road show je získání zpětné vazby od potenciálních investorů ohledně jejich představy o ceně. Současně road show působí jako marketingový nástroj. (Ježek, 2004)

Během road show startuje upisovací období, během kterého přijímá manažer emise indikativní nabídky investorů o ceně a množství nabízených akcií. Po ukončení upisovacího období se sejdou management upisující společnosti, manažer emise a právní poradce, jejichž úkolem je vyhodnocení nabídek a určení emisního kurzu, celkového objemu emise a struktury budoucích investorů. Tyto nové skutečnosti jsou bez zbytečných prodlev oznámeny ČNB a následně zpracovány do poslední podoby prospektu.

Mezi nejčastěji používané metody určení emisního kurzu patří:

- aukce,
- prodej za fixní cenu,
- bookbuilding.

Bookbuilding je v současné době nejpoužívanější metodou na českém kapitálovém trhu, při níž upisovatel shromáždí nákupní příkazy a poté je stanoven emisní kurz a objem emise. Metodu bookbuidingu využila společnost Zentiva, AAA Auto, Pegas aj. Po skončení bookbuidingu dochází k samotnému úpisu akcií jednotlivými členy syndikátu. Investorům jsou potvrzeny objednávky a přiděleny platební instrukce. Následně se podává návrh na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku. Po zapsání jsou tyto akcie vydány a přisány na účty investorům. Na konci procesu získává emitent akcií finanční sumu, která je snížena o gross spread a další poplatky, které budou zmíněny níže. (Meluzín, Zinecker, 2009)

c) Post-realizační fáze

Jednou z posledních úloh manažera je stabilizovat kurz akcie po jejich uvedení na sekundární trh prostřednictvím tzv. opce navýšení. Jde o právo na úpis dalších akcií po uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií, ve výši 10-15 % z celkového počtu nabízených akcií. Tato opce je ve většině případů platná po dobu 30-ti dnů ode dne oznámení nabídkové ceny. Cílem této stabilizace je v první řadě, aby cena akcií významně neklesla pod emisní kurz a v druhé řadě, aby byla zajištěna likvidita a stabilita v počáteční fázi jejího obchodování. Tento stabilizační mechanismus zajišťuje to, že manažer emise alokuje větší množství akcií, a tím se dostává do tzv. krátké pozice, která je krytá opcí a smlouvou o vypůjčení uzavřenou s některým ze stávajících akcionářů. Jakmile jsou akcie uvedeny na trh, závisí využití opce na vý-

voji poptávky po emisi. Jestliže cena akcií roste, manažer emise neredukuje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na sekundárním trhu. Naopak v případě silné poptávky bude opce navýšení plně využita. Pokud ale cena akcií klesá, manažer emise pokryje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na sekundárním trhu s cílem podpořit cenu emise. (Meluzín, Zinecker, 2009)

K dalším stabilizačním opatřením je řazeno tzv. ujednání o dočasném zákazu prodeje akcií. Smyslem tohoto ujednání je, že emitující společnost a její akcionáři se manažerovi emise smluvně zaváží, že v určitém časovém období po realizaci IPO neprodají, případně nevydají další akcie emitenta. Cílem je podpořit zájem o akcie a růst jejich kurzu po IPO. (Ježek, 2004)

Jakmile je cena úspěšně stabilizována, vztah mezi emitentem a manažerem emise právně končí. V praxi je avšak běžné, že emitent využívá i nadále služeb manažera emise. Po uvedení akcií na trh musí emitent věnovat pozornost dvěma normám, které mu přikazují zveřejňování informací o sobě. První normou je zákon o podnikání na kapitálovém trhu, druhou normu představují Burzovní pravidla. Smyslem zveřejňování důležitých a podrobných informací je zabezpečení ochrany a transparentnosti kapitálového trhu, a tím tedy i posilování důvěry v něj. Toto je důležité především pro investory, jelikož ti při svých rozhodnutích o nakládání se svými volnými prostředky zajímá především jak je trh transparentní. Na druhou stranu je investorská důvěra nezbytná i pro emitenty, kteří potřebují mít pro svá rozhodnutí týkající se možných způsobů financování, jistotu, že zvolená alternativa, jim potřebné prostředky skutečně poskytne. Empirické výzkumy Leuz (2006), docházejí k závěru, že vzrůstající transparentnost společností je spojena s nižšími náklady na získání kapitálu.

Emitentovi cenných papírů vyplývá ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu a z Burzovních pravidel dvojí informační povinnost. První z nich je povinnost periodická, která se týká pravidelného zveřejňování informací o hospodářské situaci emitenta. Druhá z nich je povinnost průběžná, ta se týká skutečností, které nastanou v průběhu roku a mohou mít vliv na tvorbu kurzu cenného papíru. Na základě zákona o účetnictví společnost, která uvedla cenné papíry na regulovaný trh, je povinna zveřejňovat výroční zprávu. Emitent je povinen ji uveřejnit do 4 měsíců po skončení účetního období. Výroční zpráva musí obsahovat především:

- účetní závěrku v nezkrácené podobě,
- informace o finanční situaci emitenta,
- informace o činnosti a předmětu podnikání emitenta.

Kromě těchto tří zmíněných bodů je nutné, aby společnost uvedla i informace o očekávaném vývoji hospodářské a finanční situaci v následujícím účetním období, veškeré odměny vedoucích pracovníků a počtu akcií, které tyto osoby vlastní. Výroční zprávu je potřeba doručit ve stejné lhůtě i ČNB. Vedle výroční zprávy musí emitent do 2 měsíců po uplynutí prvních šesti měsíců zveřejnit i pololetní zprávu. Tato pololetní zpráva musí obsahovat:

- pololetní rozvaha,

- výkaz zisků a ztráty,
- popisná část, posuzující podnikatelskou činnost a dosažené hospodářské výsledky.

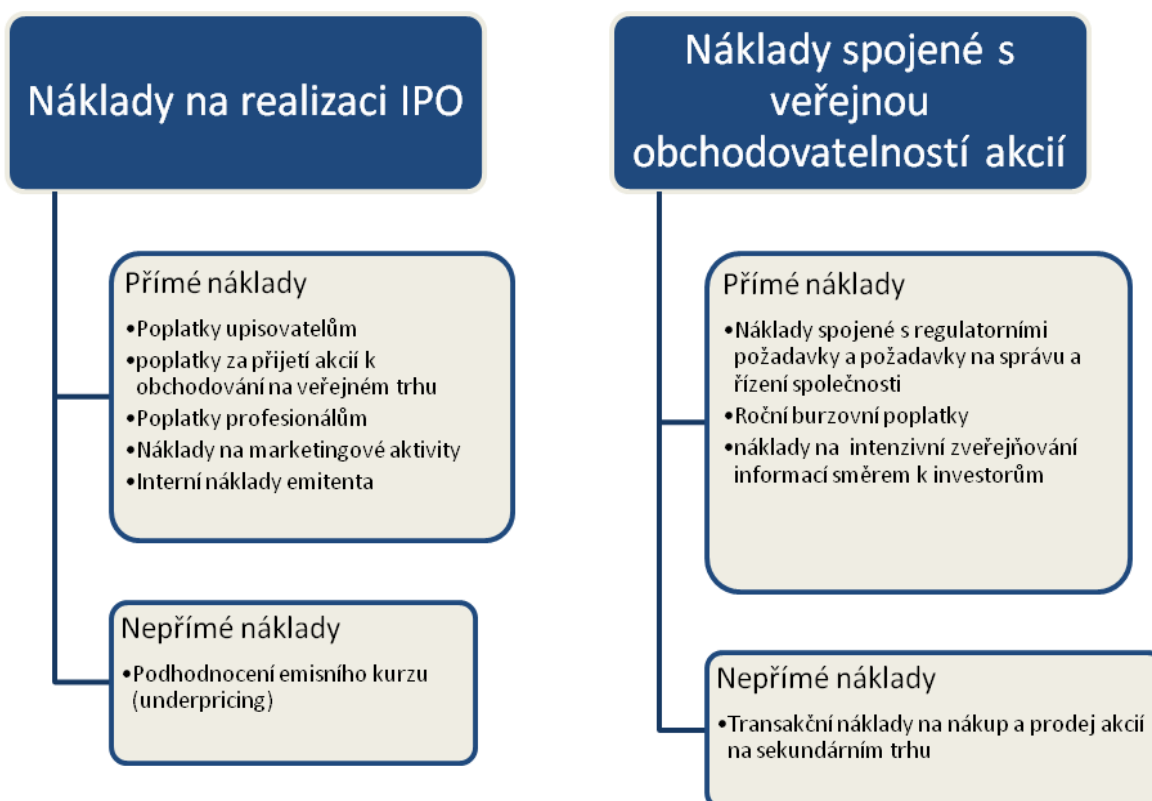
Za nejdůležitější informace jsou považovány údaje o změnách hospodářské a finanční situaci emitenta, které mohou ovlivnit vývoj kurzu. (Meluzín, Zinecker, 2009)

2.1.2 Náklady na IPO

Vstup společnosti na veřejný kapitálový trh prostřednictvím IPO, je spojen s celou řadou přímých a nepřímých nákladů. Tyto náklady významně ovlivňují rozhodování společností o využití tohoto způsobu financování.

Dle Oxera (2006) a Kaserer a Schiereck (2007) je možné náklady na IPO rozčlenit do dvou skupin :

- náklady na realizaci IPO,
- náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií.



Obr. 5 Náklady spojené s prvotní veřejnou nabídkou akcií (Meluzín, Zinecker, 2009)

Hodnotově nejvýznamnější položkou přímých nákladů na realizaci IPO tvoří poplatky upisovatelům, které tvoří jejich odměnu. Představují rozdíl mezi cenou, za kterou upisovatel odkoupí akcie od emitenta a emisním kurzem, za který jsou akcie

poprvé nabízeny veřejnosti. Tento rozdíl se označuje anglickým pojmem „gross spread“. Gross spread se většinou vyjadřuje procentem z objemu emise. Torstila (2003) ve svém výzkumu dokázal, že na amerických trzích dosahuje průměrná hodnota gross spreadu cca 7,5 %, kdežto na evropských trzích je tato průměrná hodnota nižší a činí 3,8 %. Došlo se tedy k závěru, že rozdíl mezi poplatky upisovatelům na amerických a evropských trzích činí přibližně 3 procentní body. Dle Meluzína (2008) se v České republice náklady na emisi pohybují v rozmezí 3 – 5%, dle velikosti emise.

Mezi další realizační náklady IPO patří poplatky za přijetí akcií k obchodování na veřejných kapitálových trzích. I když se jejich výše na jednotlivých trzích liší, nepřesahuje jejich velikost dle Meluzína a Zineckera (2009), 0,05% z objemu emise. Autorky Nývltová, Režňáková (2007) uvádějí, že tyto poplatky činí maximálně 0,1%. Lze tedy říci, že výše tohoto poplatku je zanedbatelná oproti tzv. gross spreadu.

Ne méně důležitou část přímých realizačních nákladů tvoří poplatky profesionálům za právní, auditorské a jiné poradenské služby, náklady na marketingové aktivity a interní náklady emitující společnosti související s přípravou IPO. Výše těchto nákladů se pohybuje v rozmezí 3-6% z objemu emise. Je však důležité podotknout, že jejich výše je u každé společnosti individuální a závisí na specifikách jednotlivých emisí, například na její velikosti a také na připravenosti emitenta pro vstup na kapitálový trh. Ovšem informace o výši těchto nákladů nejsou obvykle zveřejňovány, a je proto velmi obtížné je kvantifikovat. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Je důležité se také zmínit o nepřímých realizačních nákladech spojené s veřejnou obchodovatelností akcií, jímž je právě „underpricing“ neboli podhodnocení emisního kurzu. V praxi se většinou lze setkat s rozdílem mezi kurzem akcií vytvořeným během prvního dne obchodování na sekundárním trhu a emisním kurzem akcií při IPO. Jedná se o běžný jev, který je spíše než chybou v odhadu emisního kurzu, cíleným podhodnocením za účelem zvýšení jistoty umístění celé emise na akciový trh. Empirické studie dokazují, jak uvádí Meluzín (2008), že první kurzy, za které se s akciemi na veřejných sekundárních trzích obchoduje, jsou přibližně o 10 – 15% vyšší než ty, za které jsou veřejnosti nabídnuty poprvé. Pro menší společnosti je typické, že tento rozdíl někdy přesahuje až 50%. Na méně rozvinutých trzích (jihovýchodní Asie, Brazílie, Řecko) může podhodnocení emisního kurzu vzrůst až na 80%. Tato skutečnost stimuluje poptávku ze strany investorů po prvotních veřejných nabídkách akcií, neboť mohou realizovat kapitálový zisk již několik málo dnů po jejich nákupu. Avšak na straně druhé tento fakt představuje implicitní náklad IPO, neboť společnost (původní akcionáři) získávají méně peněz za tyto akcie. Podhodnocení emisního kurzu má negativní dopad na vliv původních akcionářů ve společnosti. Tato společnost bude nucena vydat více kusů nových akcií za účelem získání potřebné výše kapitálu. V případě absence podhodnocení emisního kurzu by podnik mohl získat požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu akcií, a tím by byl méně oslaben vliv původních akcionářů ve společnosti. (Meluzín, 2008)

Avšak po úspěšné realizaci IPO vznikají emitentovi a investorům další náklady spojené s obchodováním s akciemi na sekundárním trhu. Jedná se o tyto náklady:

- náklady spojené s regulačními požadavky a s požadavky na správu a řízení společnosti (corporate governance),
- roční burzovní poplatky,
- transakční náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu.

Náklady na intenzivní zveřejňování informací směrem k investorům a požadavky na řízení a správu společnosti mohou mít pozitivní i negativní dopad na nákladovost IPO. Právě díky nákladům na zveřejňování informací zvyšují důvěru investorů v nové emise, a ti jsou ochotni zaplatit za akcie vyšší cenu. Jestliže budou mít investoři málo informací pro svá investiční rozhodnutí, lze očekávat, že budou chtít vyšší výnosnost investice, což se projeví ve vyšší rizikové prémii. Na druhé straně však emitentovi vzniká dodatečný náklad v podobě dodržování přísných pravidel, které souvisí s informační povinností.

Společnosti, s jejichž akciemi se veřejně obchoduje, musí také platit roční burzovní poplatky. Pražská burza se snaží vyjít emitentům vstříc a zvýšit počet upisování akcií, proto burza po nových emitentech nepožaduje žádné poplatky za kotaci v prvním roce obchodování a člen burzy, který novou emisí na trh přivede, neplatí poplatky z obchodování. (www.pse.cz) Dle studie Oxery (2006) a Kaserera a Schierecka (2007) má jejich výše jen nepatrný dopad na nákladovost IPO a s rostoucí tržní kapitalizací tyto poplatky procentuálně klesají.

Dle autorů Meluzín a Zinecker (2009) činí průměrná hodnota celkových přímých realizačních nákladů IPO na London Stock Exchange 12,59 % z objemu emise a hodnota mediánu 9,94 %. Oxera (2006) analyzoval 84 prvotních veřejných nabídek akcií, které byly uskutečněny na London Stock Exchange od začátku roku 2003 do poloviny roku 2005. Dle této studie činí průměrná hodnota gross spreadu 3,6 %.

Tab. 2 Přímé realizační náklady IPO na London Stock Exchange

Velikost emise (mil. EU)	Náklady IPO	Průměr (v %)
0-100	Gross spread	3,50
	ostatní	7,79
	Celkem	14,87
100 - 250	Gross spread	4,18
	Ostatní	3,68
	Celkem	7,15
250 - 500	Gross spread	3,32
	Ostatní	3,72
	Celkem	6,87
500 a více	Gross spread	2,85
	Ostatní	4,71
	Celkem	6,23

Zdroj: Meluzín, Zinecker, 2009

V tabulce jsou uvedeny přímé realizační náklady IPO na London Stock Exchange dle velikosti emise. Pro emise, jejichž velikost nepřesahuje 100 mil. EUR, jsou celkové průměrné realizační náklady IPO 14,87 %, což je více než dvojnásobná hodnota oproti emisím, které přesahují 500 mil. EUR. Ježek a kol. (2004) uvádí, že velikost emise by měla činit alespoň 20 mil. EUR. Při rozhodování o velikosti emise je třeba si uvědomit, že čím nižší bude objem emise, tím vyšší budou relativní náklady na IPO, což dokazuje i výše uvedená tabulka.

2.1.3 Výhody a nevýhody IPO

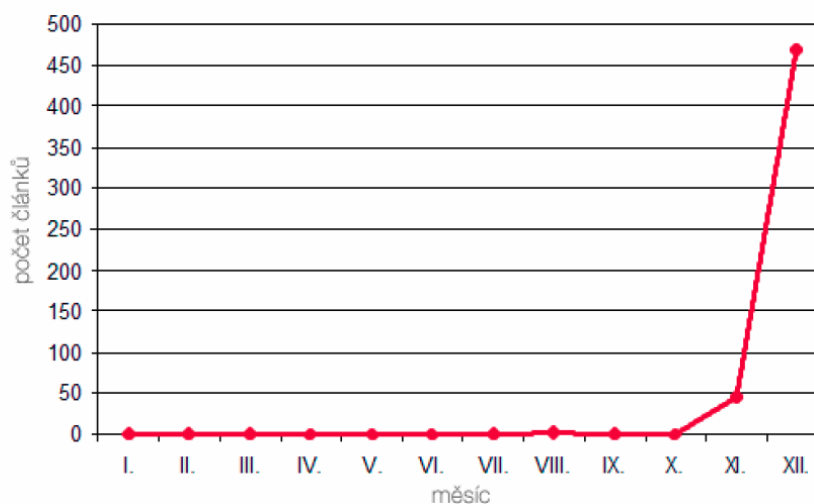
Hlavním důvodem pro realizaci IPO jak uvádí Meluzín a Zinecker (2009) a také hlavní výhodou je získání potřebných prostředků pro rozvoj společnosti bez omezení, která jsou spojena s čerpáním úvěru. K realizaci IPO se většinou schylují společnosti, kterým nestačí interní zdroje ani bankovní úvěry k realizaci expanzivních plánů. Nabytí peněžních prostředků formou IPO je viděno jako zajímavá alternativa k dluhovému financování zejména pro společnosti, jejichž investice jsou v současné době i v plánované budoucnosti vysoké, mají vysoký podíl finanční zadluženosti a vysoký růstový potenciál. Při emisi akcií navíc emitent získá peněžní prostředky na neurčitou dobu, dále pak má větší volnost při nakládání s těmito prostředky, což je výhoda oproti omezením, která jsou spojena s úvěrovým financováním. Společnost tak může pružněji reagovat na vývoj podnikatelského prostředí. Prvotní veřejná nabídka akcií umožňuje společnosti zlepšit její likviditu a kapitálovou strukturu. Navíc společnost při této formě financování má lepší cash-flow a hospodářský výsledek. Z tohoto důvodu lze považovat rozhodnutí společnosti stát se veřejně obchodovatelnou za výsledek její finanční politiky. Emitová-

ním akcií roste vlastní kapitál a dochází zároveň ke snižování zadluženosti společnosti.

Uvedení společnosti na trh s cennými papíry je beze sporu vynikající marketingový a komunikační nástroj. Společnosti, které jsou veřejně obchodovatelné, jsou intenzivně sledovány medií. Společně s vlastní reklamou lze tento synergický efekt využít k propagaci produktu či služby a získání dalších obchodních partnerů či zákazníků. Veřejně obchodované společnosti mají lepší image, než společnosti, které veřejně obchodovatelné nejsou. Zvýšený mediální zájem přispívá k pozitivnímu vnímání společnosti. Rozhodnutí vstoupit na burzovní trh je bráno jako projev sebevědomí a důvěry ve vlastní společnost. Komunikační dopad přirozeně vygenerované publicity je tak několikanásobně efektivnější a důvěryhodnější než placená marketingová reklama.

Dalším pozitivním faktorem je i skutečnost, že management dobrovolně vstupuje do dialogu s investory. Společnost, která podává pravidelný reporting je vnímána jako transparentní a stabilní. A tudíž tyto kotované společnosti mají lepší jméno u dodavatelů, odběratelů a v neposlední řadě je na ně lépe pohlíženo i ze strany bankovních institucí. Mediální zájem pak také posiluje známost značky a celkově se stává významnou konkurenční výhodou. IPO přináší společností nezanedbatelnou úsporu nákladů na marketingové aktivity. Ve většině případů znamená, oznámení záměru společnosti vstoupit na akciový trh, posun společnosti z okraje mediálního zájmu do centra, což také značí obrázek 6 na příkladu společnosti Pegas Nonwovens. (www.pse.cz)

IPO Pegas Nonwovens – počet příspěvků v médiích (2006)



Obr. 6 IPO Pegas Nonwovens, zdroj: www.pse.cz

Další skupina přínosů souvisí s výhodami pro stávající akcionáře, kteří v případě veřejné obchodovatelnosti akcií mohou snáze odprodat své obchodní podíly na sekundárním trhu. Docela častým důvodem realizace IPO je zájem majoritního

vlastníka snížit svůj podíl ve společnosti. IPO také v některých případech pomáhá vyřešit problém generační obměny v rodinných podnicích. Výhodou pro akcionáře je flexibilita, která je dána skutečností, že stávající akcionář může svůj spoluvlastnický podíl zpeněžit na sekundárním trhu. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Formou různých motivačních programů s možností získat akcie společnosti lze docílit většího zapojení zaměstnanců, což má pozitivní vliv na jejich angažovanost ve společnosti a větší ochoty zapojit se do rozvoje společnosti. (www.pse.cz)

V neposlední řadě je důležité také zmínit, že společnost, která je kotována na burze má snadnější přístup k dalším způsobům financování. Již samotné uskutečnění právní, účetní a ekonomické prověrky tzv. due diligence v průběhu přípravy IPO má pozitivní efekt při hodnocení rizikovosti společnosti. Veřejně obchodovatelná společnost, která plní informační povinnost a je otevřená vůči veřejnosti je pro banky důvěryhodnější, což se odrazí ve snazším přístupu k úvěrům nebo při dalším navyšování kapitálu. (Nývtová, 2009)

Je důležité si uvědomit, že náklady, které podnik vynaloží v souvislosti s uvedením akcií na veřejný trh, nepředstavují pouze tzv. cenu za získání potřebných finančních zdrojů, jako je tomu u dluhového financování (úroky). Nicméně náklady vynaložené v procesu přípravy IPO, náklady spojené s implementací Mezinárodních účetních standardů, náklady na zavedení principů corporate governance a náklady na due diligence jsou spojeny s přínosy pro společnost i bez realizace IPO a nepředstavují jen účelově vynaložené výdaje na získání potřebných zdrojů. (www.pse.cz)

Naopak způsob získání zdrojů prostřednictvím IPO má i své nevýhody. Jako první je potřeba uvést, že tato forma financování rozvoje společnosti s sebou nese značné náklady, poplatky a povinnosti. Některé náklady přímo souvisí s uvedením společnosti na veřejný trh cenných papírů, např. náklady na samotný proces IPO a náklady na intenzivní formu zveřejňování informací investorům a veřejnosti. Ostatní náklady jsou nepřímého charakteru a považuje se za ně např. náklady na restrukturalizaci organizace či managementu.

Nepřímým nákladem IPO je tzv. underpricing, neboli podhodnocení emisního kurzu akcie. V praxi mají většinou investoři méně informací než majitelé společnosti (emitenti). Tato skutečnost negativně působí na cenu akcií nabízených při IPO a determinuje význam slova underpricing, který je důležitý pro jejich úspěšné upsání. Náklady spojené s underpricingem jsou významné především u malých společností s kratší dobou životnosti, které zatím nedosahují průměrného výkonu v odvětví. (Ježek, 2004)

Další nevýhodou veřejně obchodovatelné společnosti je také pravidelná informační povinnost. Právě tato skutečnost s sebou přináší riziko odhalení důležitých podnikatelských záměrů a plánů konkurencí. Yosha (1995) ve svém výzkumu došel k závěru, že i když jsou náklady spojené s realizací IPO vysoké, společnosti citlivé na zveřejňování informací se často rozhodnou pro nerealizaci IPO právě z důvodu pravidelného uveřejňování informací. (Meluzín, 2008)

Je důležité neopomenout i skutečnost, že náklady vlastního kapitálu jsou ve většině případů dražší než náklady na obstarání cizího kapitálu. Akcionáři chtějí

vždy více, než činí úroky na cizí kapitál, navíc je dluhové financování spojeno s existencí daňového štítu, který snižuje základ pro výpočet daňové povinnosti.

Vstup společnosti na akciový trh je spojen s rizikem ztráty rozhodovací autonomie. V horším případě se může společnost stát předmětem nákupu tzv. nepřátelského převzetí, které se dělo na českém kapitálovém trhu v 90. letech. Avšak v případě finančně zdravých společností je toto riziko velmi malé. Navíc existuje velké množství opatření, díky kterým se lze nepřátelskému převzetí ubránit (otrávené pilulky, bílý rytíř aj.).(Ježek, 2004)

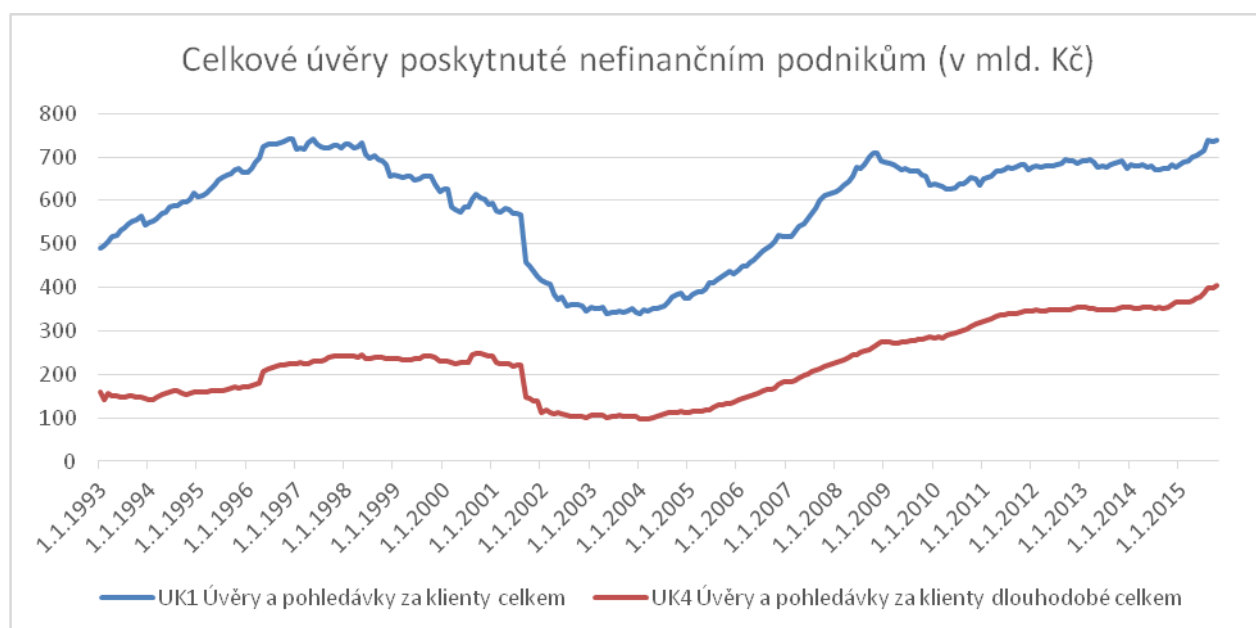
3 Dluhové financování

Hlavním důvodem pro čerpání cizího kapitálu podniku je zpravidla nedostatečný objem vlastních zdrojů. Růst atraktivity dluhového financování může být zapříčiněno faktory jako například absence fungujícího akciového trhu, nedostatečná rentabilita vlastního kapitálu, jeho daňová diskriminace u kapitálových společností nebo také možnost zvýšení rentability vlastního kapitálu využíváním cizího kapitálu. V kontextu dluhového financování následuje forma emise dlouhodobých dluhopisů nebo forma čerpání dlouhodobých bankovních úvěrů poskytovaných bankovním sektorem.

Emisní půjčku využívají takové podniky, jejichž požadavky přesahují finanční možnosti jednotlivých bank. Emitování dluhopisů představuje nashromáždění vysoké hodnoty kapitálu, protože půjčku lze tímto způsobem získat od velkého počtu drobných investorů. Pokud se jedná o přímý odprodej emise, bez účasti veřejného kapitálového trhu, jedná se stejně jako v případě akcií o tzv. soukromou emisi. Úspěšnost emise značně ovlivňuje bonita emitenta (rating).

Výhodou obligací oproti akciím jsou nižší náklady na dluhovou službu. Vyplacené úroky z obligací jsou daňově uznatelným nákladem stejně jako úroky z úvěru. Vlastníci obligací mají značně omezené možnosti, co se týká zasahování do chodu dané společnosti. Za nevýhodu získávání finančních zdrojů formou emise obligací lze považovat nárůst finančního rizika vyplývajícího ze zvýšení podílu dluhu na celkovém kapitálu, nutnost platit úroky i v případě snížení podnikového zisku a značně vysoké zatížení peněžního toku v době splatnosti obligací. Emise obligací je také spojena s emisními náklady, které zvyšují náklady kapitálu získaného touto formou, a z tohoto důvodu je vhodné realizovat emisi od určitého objemu peněžních prostředků. (Šiman, Petera, 2010)

Finanční úvěry jsou poskytovány podnikům na základě úvěrové smlouvy především bankovními subjekty. Banky poskytují úvěrové zdroje na období od 4 do 10 let. Základním znakem úvěrů je jejich účelovost tzn., že žadatel o úvěr musí uvést účel užití úvěrových prostředků (např. strojní vybavení, pozemek, budova aj.) Podmínkou pro získání úvěru je ohodnocení bonity žadatele a zajištění úvěru. Smyslem zajištění je zabezpečit pohledávku banky vůči úvěrovému dlužníkovi pro případ jeho platební neschopnosti. Při srovnání bankovních úvěrů a podnikových dluhopisů, je pro bankovní úvěr typické postupné umořování dluhu během doby splatnosti. Bankovní úvěry představují v České republice nejvyužívanější dluhovou formu financování. (Meluzín, Zinecker, 2009)



Obr. 7 Celkové úvěry poskytnuté nefinančním podnikům, zdroj: ARAD (www.cnb.cz)

Z obrázku 7 je patrný vývoj poskytovaných úvěrů bankovním sektorem od roku 1992 až do roku 2015. Na začátku tisíciletí český bankovní sektor prošel výraznou krizí a restrukturalizací, některé banky začaly bankrotovat (IPB a Agrobanka) z důvodů poskytování nedobytných úvěrů, což je na obrázku znázorněno velkým propadem. Příčinou byla především nedostatečná regulace bank. Navíc věřitelé si nebyly schopni opatřit obsahově dostačující informace o činnosti bank, aby mohli posoudit její finanční situaci. Ke zhoršení situace přispělo i to, že v počáteční fázi neexistovalo hodnocení bank ratingovými agenturami. České banky se potýkaly na počátku transformace s nedostatečnými informacemi ohledně historie společností, kterým půjčovaly peníze. To zvyšovalo pravděpodobnost, že banka bude nejistá při posuzování úvěrového rizika. Tato skutečnost měla za následek vznik tzv. morálního hazardu a nepříznivého výběru.

Od roku 2003 dochází k nárůstu poskytovaných úvěrů, nicméně rok 2008 je zlomový. Dochází k mírnému poklesu objemu poskytovaných úvěrů, což je způsobeno celosvětovou finanční krizí. Nicméně tato finanční krize se naší ekonomiky nedotkla tak výrazně jako například v USA, což dokládá modrá linie, která je stále rostoucí. Navíc docházelo ke snižování úrokových sazeb, což způsobilo, že podniky prahly po úvěrech. (Leitner, 2003)

3.1 Vymezení dluhového financování

Dluhové financování tvoří poměrně rozsáhlou oblast externího financování. Do této oblasti spadají především klasické finanční úvěry, firemní obligace, dodavatelské úvěry, různé kontokorenty, projektové financování aj. Dluhové financování lze charakterizovat jako návratné finanční zdroje kapitálu podniku, které jsou poskyt-

nuté od jiného subjektu (domácnosti, bankovní instituce atd.). Důvodem pro využití tohoto způsobu financování je obvykle nedostatečný objem vlastních zdrojů pro firemní investice (rozvoj, rozšíření, obnova, exit akcionářů). Některé typy dluhového financování představují relativně jednoduché a rychlé získání finančních prostředků (předschválené úvěry, kontokorent). Na druhou stranu jsou vždy splatné zpět. (Pavelka a kol., 2008)

Šiman a Petera (2010) řadí mezi krátkodobé provozní bankovní úvěry revolvingový úvěr a kontokorentní úvěr. Revolvingový úvěr je bankou poskytován pro průběžné financování oběžného majetku podniku. Tento typ úvěru je omezen účelem a jeho výší. Kontokorentní úvěr je bankou poskytován na překlenutí časového nesouladu mezi příjmy a výdaji společnosti nebo k financování pohledávek a zásob. Naopak u tohoto úvěru nemusí být oznámen jeho konkrétní účel. Princip tohoto úvěru je založen na stanovené debetního limitu běžného účtu, jinými slovy klient může čerpat do určité částky do mínusu.

Dlouhodobé úvěry jsou poskytované na dlouhodobé financování se splatností delší než 1 rok a jsou ve většině případů poskytované účelově. Většinou jsou poskytovány na rozšíření dlouhodobého hmotného majetku, ale lze je také využít na pořízení oběžného nebo nehmotného majetku. Mezi specifika dlouhodobých úvěrů patří:

- Postupné umořování investičního úvěru během doby splatnosti. Umořovací plán může být rozvržen na měsíční, čtvrtletní, pololetní nebo i roční splátky. Splátky jsou ve většině případů anuitní tzn., že jejich výše je konstantní po celou dobu splácení. Splátka se skládá z úmoru a úroku. Pro podnik je velice důležité identifikovat splátku úroků, neboť je daňově uznatelným nákladem. Kromě anuitního splácení je možné sjednání i jiného typu splátek.
- Úrokové sazby mohou být stanoveny fixní nebo variabilní. Nicméně v praxi převládá fixní způsob stanovení úrokové sazby.
- Banky většinou požadují, aby se i podnik podílel na investičních výdajích. U vysoce bonitních podniků banka poskytne celou výši investičních výdajů, avšak tento případ není v praxi příliš častý. Banky většinou poskytnou úvěr jen na určitou část investičního výdaje, zbývající část musí podnik hradit ze svých interních zdrojů.
- Relativně dlouhá doba splatnosti a objem poskytovaných zdrojů činí úvěry rizikovější ve srovnání s krátkodobými úvěry. Z tohoto důvodu se banky snaží chránit zárukami a ochrannými ujednáními.
- Investiční úvěry mají smluvně ošetřené situace pro případ, kdy společnost nesplácí úroky, jistinu nebo když nesprávně uvede informace o své finanční situaci. V takovém případě mohou po klientovi požadovat okamžité splacení úvěru. (Budík, 2004)

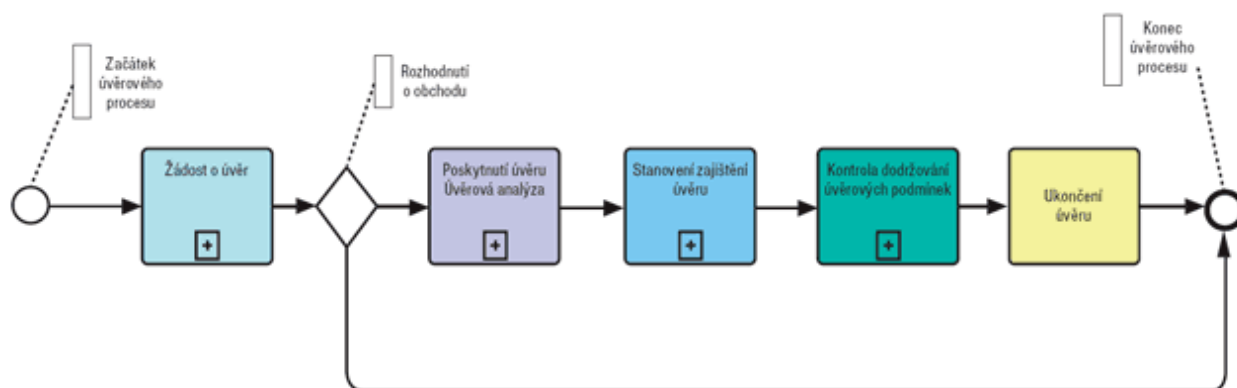
Jak již bylo zmíněno výše, cizí kapitál je levnějším zdrojem než kapitál vlastní a jeho použití zvyšuje rentabilitu podniku, avšak od určité úrovně zadlužení společnosti se může stát, že cizí kapitál bude dražší než vlastní. Úroky z cizího kapitálu

snižují daňové zatížení podniku, protože úrok jako součást nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daň. Použití cizího kapitálu tedy zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu. Toto zvýšení výnosnosti je způsobeno jak použitím cizího kapitálu, tak tzn. daňovým efektem.

Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem je u různých podniků odlišný. V průmyslových podnicích převládá vlastní kapitál, u obchodních společností je poměr 50:50, a u peněžních společností převládá cizí kapitál. Tento poměr závisí také na struktuře majetku, na subjektivním postoji podnikatele, na úrokové míře bank a na výnosnosti podniku. (Liška, Gazda, 2001)

3.1.1 Průběh poskytnutí dlouhodobého úvěru

Proces poskytnutí investičního úvěru se skládá z několika důležitých kroků. První fází řízení úvěrového rizika je podání žádosti o úvěr, úvěrová analýza klienta, průběžná kontrola dodržování podmínek klientem. Celý proces je ukončen splacením úvěru a navrácením zajišťovacích instrumentů. Nejdůležitější fází celého procesu je prověření bonity klienta. Cílem této fáze je zjistit, zda klient bude schopen dostát svým závazkům a bude včas hradit své pravidelné splátky úvěru. Toto prověření klienta se liší podle toho, zda se jedná o fyzickou nebo právnickou osobu a o jak vysokou částku klient žádá. Banka využívá scoringového programu, pokud klient žádá o poměrně malou částku a jehož využití je méně nákladné. Pokud se jedná o vysokou částku, je úvěrová analýza velice nákladná a náročná. V tomto případě je vytvořena úvěrová komise a na analýze se podílí pracovníci z různých oddělení banky. Každá banka má své interní předpisy, které obsahují postupy při schvalování úvěrových žádostí.



Obr. 8 Schéma úvěrového procesu, zdroj: Černožorský, Teplý, 2011

Následující obrázek obsahuje proces, který lze charakterizovat jako proces od prvního kontaktu banky s klientem až po úplné splacení úvěru a navrácení zajišťovacích instrumentů klientovi. (Černožorský, Teplý, 2011) Jednotlivé fáze budou podrobně popsány v následujícím textu.

a) Rozhovor s klientem

Každá banka musí určitým způsobem navázat kontakt s potenciálním klientem za účelem nabídnutí svých finančních služeb. Kontakt s klientem může banka navázat podle Brown (2000) jedním z těchto způsobů:

- **Banka kontaktuje klienta** – tento způsob je pro banku nejnáročnější a nejdražší. Klienti, kteří jsou pro banku vhodní k oslovení, jsou vybíráni na základě marketingových databází dle předem stanovených parametrů. Tímto způsobem se pracovníci banky mohou zaměřit na klienty, kteří jsou pro něj nějakým způsobem zajímaví. V případě, že se pracovník banky dovolá kompetentní osobě, začíná velmi náročný proces přesvědčování klienta, z jakého důvodu by měl přejít ze své banky k jiné. Pracovník banky, který komunikuje s potenciálním klientem, by měl zdůraznit výhody, které klientovi poplynou v případě změny své banky.
- **Klient sám kontaktuje banku** – pro banku se jedná o nejlevnější způsob získávání nových klientů. Bance odpadají náklady na získávání zákazníků. Klient si většinou vybere banku, která mu byla doporučena od své rodiny nebo svých známých nebo mu tato banka nabízí výhody, které jsou pro něho podstatné.

V první fázi rozhovoru s klientem je důležité, aby pracovník banky zjistil požadavky klienta a jeho podnikatelský záměr. Následně pracovník banky oznámí, jaké doklady od klienta bude potřebovat.

b) Podání žádosti o úvěr

V této druhé fázi banka získává maximální objem potřebných a vypovídajících informací, které jsou nutným předpokladem ke kvalitnímu posouzení a rozhodnutí o úvěru. Tyto informace jsou členěny následovně:

- Všeobecné informace – jméno firmy, předmět činnosti, historie podniku apod.
- Finanční informace – finanční výkazy, rozvaha, výkaz zisků a ztrát za minimálně 3 roky nazpět a také předpověď budoucího cash-flow
- Nefinanční informace – odvětví, kde firma působí, postavení firmy na trhu, konkurence, ceny, reklama, počet odběratelů, partneři
- Zajištění úvěru – je velmi významným prvkem zajištění úvěrového rizika a jeho důležitost přichází do popředí v situaci, kdy klient není schopen dostát svým závazkům vůči bance, tj. není schopen splácet. (Pavelka a kol., 2008)

V rámci určení bonity tj. určení stupně rizikovosti úvěrového obchodu banka hodnotí předložené podklady podle předem určeného metodického postupu. Hodnotí se jednotlivé oblasti informací, které byly zmíněny výše, systémem přidělením bodů. Celkový počet přidělených bodů pak určuje stupeň rizika resp. bonitu klienta.

Úvěrová analýza patří k základním faktorům, která determinuje kvalitu úvěrového portfolia banky. Primárním cílem úvěrové analýzy je posoudit schopnost klienta v budoucnu splácet bankou poskytnutý úvěr či plnit jiné sjednané závazky vůči bance. Je zřejmé, že ne všechny banky používají stejné systémy úvěrových

analýz, nicméně základní obsahové náležitosti jsou dost podobné. Při popisu úvěrové analýzy vychází banky obvykle z tzv. Cs of Credit, které obsahují nejdůležitější oblasti pro rozhodnutí o schválení, nebo zamítnutí úvěrové žádosti. Tento název je odvozen z pěti anglických pojmů, které začínají na písmeno C.

- Charakter (character) – zahrnuje hodnocení osobních kvalit a vlastností klienta. Cílem je posoudit, zda klient má vůli splácet svůj závazek vůči bance.
- Kapacita (capacity) – zde věnuje pozornost budoucím cash flow klienta, tzn., zda klient bude mít dostatečné množství zdrojů ke splácení úvěru.
- Kapitál (capital) – tato oblast se zabývá posouzením celkové finanční a majetkové situace klienta, jeho postavení na trhu, ale i schopnost krytí případných ztrát plynoucích z neočekávaných problémů společnosti.
- Podmínky (conditions) – předmětem zkoumání této oblasti budou ekonomické podmínky a jejich změny, například změna výše úrokových sazeb, vliv hospodářského cyklu.
- Kolaterál (zajištění) – cílem této poslední oblasti je posoudit kvalitu, likviditu, cenovou stabilitu záručních instrumentů a jejich dostatečnost z hlediska krytí poskytnutého úvěru. (Černohorský, Teplý, 2011)

Pro posouzení žádosti o úvěr je ze strany bankovní instituce vždy potřeba doložit určitý seznam dokumentů, pomocí kterých je posouzena bonita potenciálního klienta. Mezi základní dokumenty, které musí společnost doložit, patří dle Komerční banky především tyto:

- žádost o úvěr,
- aktuální dokumenty opravňující k podnikání,
- podnikatelský plán,
- účetní závěrka včetně daňového přiznání a zprávy auditora za poslední dvě účetní období,
- aktuální rozvahu a výkaz zisků a ztrát včetně doplňujících údajů,
- kopie přiznání k dani z příjmu včetně příloh podle Zákona č. 280/2009 Sb. Daňový řád za poslední účetní období spolu s doplňujícími údaji,
- doklady k zajištění úvěru podle charakteru zajišťovacího prostředku,
- 3 měsíční výpisy z běžného účtu (noví klienti).

Žádost o úvěr představuje důležitý právní dokument, ve kterém se podnikatelský subjekt zavazuje k poskytnutí pravdivých a nezamlčených informací. Úvěrová žádost je většinou standardizovaný formulář, který si každá banka tvoří sama. Obsahuje tyto důležité informace:

- informace o výši a délce poskytnutého úvěru,
- základní charakteristika podnikatelského subjektu,

- informace o vlastnících podniku, členech managementu a statutárních orgánů,
- informace o dalších společnostech, ve kterých vlastníci, členové managementu a statutárních orgánů působí a mají rozhodovací vliv.
- informace o dluhovém zatížení podnikatelského subjektu (členění jednotlivých úvěrů). Dále jsou požadovány informace o tom, zda společnost využívá leasing, nebankovní půjčky a poskytnuté bankovní záruky,
- informace o vydaných bankovních zárukách.

Následně po schválení žádosti o úvěr dochází k přípravě úvěrové dokumentace. Smluvní dokumentace pro úvěrové případy je velmi precizní a je upravena daňovým oddělením dané banky. Smluvní dokumentace je právní skutečností, na základě které vznikají právní vztahy mezi klientem a bankou. Dle občanského zákoníku jsou upraveny základní skutečnosti, které smluvní dokumentace musí obsahovat:

- sjednání v písemné formě,
- změna smlouvy je možná pouze dohodou všech smluvních stran,
- identifikace smluvních stran,
- část smluvního textu lze nahradit odkazem na obchodní podmínky, pokud je takto učiněno, návrhovatel musí tyto podmínky ke smlouvě připojit,
- smlouva nesmí být podepsána v tísni nebo za podmínek nevýhodných pro jednu stranu,
- obchodní podmínky je možné jednostranně aktualizovat pouze za předpokladu, že toto bylo smluvně sjednáno a taktéž způsob jakým se druhá strana o změně dozví. Druhá strana má právo se změnou nesouhlasit a vypovědět ji. (občanský zákoník)

Je potřeba, aby každá úvěrová smlouva kromě výše uvedeného obsahovala dle Kalinové (2007) tyto informace:

- informace o částce úvěru a měny, ve které má být úvěr poskytnut,
- identifikace úvěrového účtu,
- účel úvěru,
- závazek věřitele poskytnout peněžní prostředky,
- závazek dlužníka v předem stanovených termínech splácet úvěr včetně úroků,
- výše úrokové sazby a jednotlivých poplatků spojených s poskytnutím úvěru,
- způsob čerpání (postupně, jednorázově, opakovaně),
- způsob splácení úvěru,
- odkládací podmínky čerpání,
- definice zajišťovacích instrumentů,
- definice dalších podmínek, které mají smluvní strany plnit.

Vzhledem k tomu, že v praxi se smluvní dokumentace většinou odkazuje na některá ujednání obchodních podmínek, jsou ke smlouvě o úvěru přikládány další dokumenty. Většinou se jedná o sazebník cen a poplatků, všeobecné úvěrové podmínky aj. Pracovníci banky musí vždy věnovat zvýšenou pozornost podpisovým oprávněním, aby nedošlo k neplatnosti smlouvy. V případě právnických osob jedná za právnickou osobu statutární orgán a způsobilost je dokládána výpisem z obchodního rejstříku. (Polidar, 1991)

c) Čerpání peněžních prostředků a monitorování úvěru

Po podepsání úvěrové smlouvy oprávněnou osobou dochází k čerpání peněžních prostředků. Tyto peněžní prostředky jsou společnosti poskytnuty na základě podepsané žádosti o čerpání peněžních prostředků a po splnění všech odkládacích podmínek čerpání stanovených v úvěrové smlouvě. Odkládací podmínky obsahují povinnost předložení specifických dokumentů. Mezi tyto specifické dokumenty jsou řazeny doklady prokazující bonitu dlužníka, potvrzení o bezdlužnosti vůči státním institucím, doklady prokazující existenci zajištění, doklady týkající se účelu použitých prostředků (kupní smlouva, faktury aj.) nebo doklady prokazující zahájení investičního projektu. (Pavelka a kol.)

Od celkové částky úvěru banka klientovi strhne určitou výši smluvně stanovených jednorázových poplatků, které jsou spojeny s vyřízením žádosti o úvěr.

V případě kladného vyřízení žádosti o úvěr, je klient sledován až do úplného ukončení úvěrového procesu. To znamená do doby splacení úvěru a uhrazení úroků. Důvody pro sledování úvěru jsou dle Polidar (1991) následující:

- kontrola vytváření dostatečného objemu peněžních prostředků na účtu a následně splácení úvěru,
- vytváření rezerv na základě klasifikace úvěru.

Během doby trvání úvěrového vztahu provádí banka pravidelný monitoring. Cílem monitoringu je sledování klienta, zdali podnikatelský subjekt plní své podmínky. Dále pak banka také sleduje, zda není ohrožena návratnost vypůjčených prostředků. Banky své portfolio revidují buď hromadným, statistickým způsobem nebo individuálním přehodnocením bonity klienta. (Witzany, 2010)

Při splacení úvěru tzn. včetně veškerého příslušenství (jistina, úroky, poplatky) je úvěrový proces ukončen.

3.1.2 Náklady na úvěr

Specifikou úvěrových obchodů jakožto obchodů s penězi je i jejich cena. Zboží, služby, práce vyjadřují svou cenu v penězích. Vyjadřovat cenu peněz v penězích však nemá logiku. Na peněžních a kapitálových trzích se však neobchoduje s penězi jako takovými, ale s jejich vlastnostmi – schopností sloužit jako kupní a platební prostředek (likvidita) a schopností sloužit jako kapitál (hodnota), která přináší hodnotu. Od těchto dvou zmiňovaných vlastností peněz se odvíjí i formování jejich ceny v podobě podílu na přínosech plynoucích z jejich užití jakožto likvidity nebo

kapitálu. Míra přínosu by měla odpovídat velikosti angažovaných prostředků a tuto míru přínosu vyjadřuje úrok. (Budík, 2004)

Úrokem můžeme rozumět podle autorů Pavelka a kol. (2008) cenu, vyjádřenou v procentech z půjčené částky peněz anebo také skutečné množství peněz zaplacených za možnost disponovat obchodovanou částkou peněz po určitou dobu. Cenou cizího kapitálu jsou úroky a ostatní výdaje spojené s jeho získáním:

- posouzení bonity společnosti žádajícího o úvěr,
- zpracování úvěrového návrhu,
- průběžné monitorování finančního zdraví klienta.

Výši úrokové sazby bez sporu značně ovlivňuje doba, na kterou je cizí kapitál poskytnut, popřípadě jaká je aktuální výše zadlužení společnosti. Krátkodobý kapitál je levnější než dlouhodobý z důvodu toho, že riziko věřitelů (banky) a tudíž i požadovaná výnosnost s časem roste. Růst zadluženosti požadovanou výnosnost věřitelů rovněž zvyšuje.

Cena cizího kapitálu je daňově uznatelným nákladem. Pokud tedy podnik tvoří zisk, cena cizího kapitálu snižuje základ pro výpočet daně z příjmu a vytváří tzv. daňový štít. Tento daňový štít spočívá v tom, že na podnik dopadá pouze sazba úroku, kterou lze vypočítat podle následujícího vzorce (v %):

Úroková sazba skutečná = nominální hodnota úrokové sazby x (100 - sazba daně z příjmu) / 100

Z výše uvedeného vzorce je zřejmé, že v případě toho, že by došlo ke snižování sazby daně z příjmu (za jinak stejných podmínek) docházelo by z hlediska podniku ke zvyšování skutečné úrokové sazby z cizího kapitálu a tedy i ceny cizího kapitálu. (Šiman, Petera, 2010)

Standartní úroková míra podle Pavelky a kol. (2008) zahrnuje tři složky:

- inflační, pokrývající ztráty věřitele plynoucí z inflačního vývoje a znehodnocování peněžních prostředků v důsledku růstu cen,
- nákladovou, pokrývající náklady věřitele spojené s opatřováním zdrojů a s jeho vlastním fungováním,
- rizikovou, pokrývající možné ztráty v případě neúspěchu úvěrového obchodu banky.

Revenda a kol. (2000) uvádí, že je úrok odměnou věřitele za vypůjčení peněžních prostředků na určité časové období a za podstoupení rizik s tím spojených. Úrok je součástí splátky společně s úmorem, který snižuje výši dlužné částky. Na začátku splácení úvěru je podíl úroku na celkové splátce výrazně vyšší oproti úmoru. Časem se však tento podíl snižuje. V úvěrové smlouvě může být stanovena pohyblivá nebo fixní úroková sazba. Pohyblivá úroková míra může být navázána na konkrétní úrokovou míru. Může být také vázána na vybranou tržní úrokovou sazbu s předem pevně danými termíny přizpůsobování. Banka si také ve smlouvě může stanovit změny úrokové sazby oběma směry v případě rapidních změn tržních úrokových sazeb.

Úrokové sazby vyhlášené bankami jsou odvozené od úrokových sazeb mezibankovního trhu, jimž jsou v České republice PRIBOR (pražská mezibankovní nabídková sazba) a PRIBID (pražská mezibankovní poptávková sazba). Úrokové sazby mezibankovního trhu jsou odvozeny od výše úrokových měr, které stanovuje centrální banka. Konkrétní úrokové sazby, za které banky poskytují úvěr svým klientům, jsou právě odvozeny od výše zmiňovaných referenčních sazeb bank a od tržních úrokových sazeb. Černohorský a Teplý (2010) uvádí, faktory, které mají vliv na stanovení klientské úrokové sazby. Tyto faktory se dělí na vnitřní a vnější.

Vnitřními faktory jsou:

- náklady banky,
- velikost obchodu (čím vyšší částku banka poskytuje, tím větší riziko podstupuje a bude stanovovat vyšší úrokovou sazbu)
- kvalita a úvěrová historie dlužníka,
- doba splatnosti (čím delší doba splatnosti, tím je obchod pro banku rizikovější),
- kvalita zajištění,
- fixace úrokové sazby.

Vnějšími faktory jsou:

- makroekonomické prostředí země (míra inflace, míra nezaměstnanosti, hospodářský vývoj aj.),
- výnos státních pokladničních poukázek a dluhopisů,
- konkurenční prostředí.

Je důležité mít na paměti, že úroková sazba nezahrnuje veškeré náklady, které banka za poskytnutí peněžních prostředků požaduje. Mezi další náklady patří například poplatky za uzavření smlouvy, poplatek za správu úvěru, poplatek za vedení úvěrového účtu, pojištění schopnosti splácet, poplatek za správu úvěru aj. Výše těchto nákladů není rozhodně zanedbatelná. Proto je lepším ukazatelem roční procentuální sazba nákladů (RPSN). (Budík, 2004)

Vyčerpaný a nesplacený úvěr je úročen úrokovou sazbou, která je sjednaná ve smlouvě. Klient se zavazuje úrokovou sazbu bance uhradit nebo předčasně splatit své dluhy z poskytnutého úvěru a to do 30 dnů ode dne doručení oznámení banky o výši stanovené úrokové sazby. Banka je oprávněna ve sjednaných dnech splatnosti inkasovat příslušnou splátku nebo dlužnou částku ve výši sjednané ve smlouvě. Klient musí mít v příslušných dnech splatnosti na účtu dostatečné množství finančních prostředků. Jestliže v den splatnosti nebude dostatečné množství peněžních prostředků, je banka oprávněna inkasovat částku z kteréhokoliv jiného účtu klienta vedeného bankou. Z částek s jejichž splacením je klient v prodlení, zejména pokud jde o jistinu, úhrady poplatků, odměn a provizí nebo plnění jaké-

hokoliv jiného závazku podle smlouvy je banka oprávněna klientovi účtovat úrok z prodlení ve výši sjednané ve smlouvě. Splátky jistiny úvěru po dni splatnosti budou nadále úročeny úrokovou sazbou sjednanou ve smlouvě a k ní navíc sjednanou úrokovou sazbou úroku z prodlení.

Klient může splatit jistinu úvěru i úroky i dříve pouze za předpokladu vzájemné dohody s bankou. Banka je oprávněna si za předčasné splacení účtovat poplatek, jehož výše a splatnost bude sjednána v dohodě o mimořádné splátce. (www.csob.cz)

3.1.3 Výhody a nevýhody dlouhodobého úvěru

Při volbě bankovního úvěru jako zdroje financování, stávající akcionáři nepřicházejí o podíl ve společnosti, ani o jejich vliv na řízení společnosti. V případě poskytnutí bankovního úvěru bankovním subjektem, má věřitel právo na výnos v podobě úroků. Tyto úroky jsou však pro podnik daňově uznatelným nákladem, čímž dochází ke snižování daňového základu. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Další výhodou bankovního úvěru je možnost stanovení individuálních podmínek s bankami, které u bonitních klientů dokážou být velice flexibilní, což v případě emise cenných papírů jsou tyto podmínky zcela fixního charakteru. (Pavelka a kol., 2008)

Dlouhodobý cizí kapitál je ve většině případů považován za levnější způsob financování podnikových záměrů než výnosy z akcií, které jsou zároveň nákladem dlouhodobých vlastních zdrojů.

Podstatnou výhodou čerpání bankovního úvěru je rychlost a jednoduchost získání peněžních prostředků společností oproti emisi cenných papírů. Jak již bylo zmíněno výše proces přípravy společnosti na IPO trvá minimálně 2 roky, což pro společnost, která potřebuje nutně získat zdroje je poměrně dlouhá doba. Argumentem ve prospěch bankovního úvěru je také absence relativně vysokých počátečních nákladů ve srovnání s emisí akcií. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Společnosti, které jsou kotované na burze, musí plnit pravidelnou informační povinnost a to s sebou přináší riziko odhalení důležitých podnikatelských záměrů konkurencí. Yosha (1995) ve svém výzkumu dochází k závěru, že i když jsou náklady spojené s IPO přiměřeně vysoké, společnosti citlivé na zveřejňování informací se často rozhodnou nerealizovat IPO právě z důvodu informační povinnosti a odhalení svých plánů do budoucnosti.

Hlavní nevýhodu tohoto zdroje financování lze považovat skutečnost, že čerpání poskytovaného úvěru a jeho splátky jsou vždy časově limitovány. Podnik bude muset tedy část svých volných prostředků použít na splácení úvěru, což může omezit jeho další rozvoj. Podnik musí hradit pravidelnou splátku bez ohledu na výši dosaženého hospodářského výsledku.

Je důležité také zmínit, že podnik v případě potřeby příliš velké částky nemusí být schopen najít banku, která by takto vysokou částku byla ochotna vypůjčit a právě z tohoto důvodu se IPO může jevit jako příznivější způsob financování podniku. (Meluzín, Zinecker, 2009)

Další nevýhodou je zvýšení zadluženosti podnikatelského subjektu a tedy v případě potřeby dalšího financování nebude pro společnost lehké najít banku, která ji nebude mít problém půjčit zdroje anebo cena tohoto úvěru bude tak vysoká, že se může stát, že se cizí zdroje stanou dražší než vlastní. Čím více je společnost zadlužená, tím je pro banku rizikovější. Čerpání cizího kapitálu zvyšuje zadluženost podniku a tím snižuje jeho finanční stabilitu, při velkém rozsahu dluhu roste nebezpečí bankrotu. Toto nebezpečí se projevuje obzvláště v období poklesu výroby. A s tím také souvisí i to, že každý další dluh je dražší a obtížnější získat pro společnost. (www.pse.cz)

Vysoký podíl cizího kapitálu omezuje jednání managementu, které musí být přizpůsobeno věřitelům, emise akcií však snižuje pravomoci původních vlastníků, kteří z tohoto důvodu preferují větší zadluženost. Dochází tedy k využití forem financování, jako je leasing nebo faktoring. (Nývtová, 2009)

3.2 Dílčí závěr

Je zřejmé, že neexistuje jednoznačná odpověď na otázku, zda má společnost využívat vlastní nebo cizí kapitál. Zkrátka bez vlastního kapitálu nelze rozvíjet podnikání, tedy ani získat cizí kapitál. Když podnik disponuje vlastním kapitálem, má šanci získat za výhodnějších podmínek i kapitál cizí.

Ježek (2004) uvádí, že u malých a středních podniků má v naší zemi cizí kapitál nejčastěji podobu střednědobého či dlouhodobého úvěru anebo finančního leasingu. To má své výhody, protože úvěr může být poskytnut za nižší úrokovou sazbu (vypadá levnější) než případná emise cenných papírů. Existuje tu ovšem jedna nevýhoda, a to ta, že banka má zpravidla v úvěrové smlouvě zajištěnou doložku úrok zvyšovat, což vnáší do podnikových kalkulací značný prvek nejistoty. Tudíž využití úvěru jako zdroje financování malého množství cizího kapitálu je většinou levnější než emise cenných papírů, s níž jsou spojeny emisní náklady. Emise musí být schválena, což je časově náročnější než dohoda s bankou o investičním úvěru. Získává-li však podnik zdroje na základě primární emise akcií, může disponovat takto získaným kapitálem v plné výši a většinou bez omezení účelem.

Ne méně důležité je také načasování vstupu na burzu cenných papírů. Někdy může být výhodné emisi odložit a dočasně nedostatek kapitálu vyřešit úvěrem. Všeobecně lze říci, že emise akcií je nejlépe provádět v období vzestupu akciového trhu, růstu kurzů a převahy poptávky nad nabídkou po akciích. Bezesporně každou emisi je důležité dobře připravit, což si žádá svůj čas a péči.

Společnostem v České republice zatím chybí důvod, proč by měly emitovat akcie na českém kapitálovém trhu. Důvody, které uvádí Strýčková, Horák (2012), jako zvýšená publicita a prestiž společnosti, snadnější přístup k bankovním úvěrům, vyšší hodnota pro zaměstnance či možnost optimalizace kapitálové struktury mezi dluhem a vlastním kapitálem, zřejmě nejsou dostatečně motivující pro rozhodnutí společností vstoupit na kapitálový trh. Akciové společnosti, které se izolují od finančního a zejména akciového trhu k tomu mohou mít své důvody. Pokud se jedná o dceřiné podniky nějaké zahraniční finančně silné společnosti, může jít o zájem na

jednotném řízení ze zahraniční centrály bez vlivu tuzemských akcionářů. Tyto společnosti potřebují finanční trh jen velmi okrajově, většinou jim totiž s financováním pomůže jejich matka.

Liška a Gazda (2001) uvádí, že v rozvinutých zemích se zvýšil zájem o IPO již od konce 50-tých a počátku 60-tých let minulého století. K masivnímu nárůstu počtu IPO v Americe došlo v 90-tých letech, kde byly rozvinutější kapitálové trhy než v Evropě. Kdyby v té době nebyla možnost financování prostřednictvím IPO, nedošlo by vůbec k takovému rozvoji v oblasti výpočetní techniky, softwaru či telekomunikačních technologií. Poté došlo k rozvoji IPO i na evropských trzích a na trzích středního východu, Afriky, Asie a Austrálie.

4 Metodika

V první polovině praktické části se autorka zaměří na srovnání dluhového a ekvitního financování v rámci konkrétní společnosti dle předem stanovených kritérií, kterými jsou:

- náklady,
- PR a marketing,
- zadluženost,
- autonomie.

Obsahem praktické části bude komparace nákladů spojených s realizací IPO (poplatky upisovatelům, právníkům aj.) s náklady na získání bankovního úvěru (úroková sazba, poplatky). Na webových stránkách pražské burzy je uvedeno, že realizace IPO je výborným marketingovým nástrojem oproti dluhovému financování, z tohoto důvodu autorka práce jako druhé kritérium pro srovnání zvolila právě PR a marketing. Ukazatel zadluženosti společnosti je třetím kritériem pro srovnání těchto dvou forem financování a to z hlediska poměru vlastního kapitálu k celkovým závazkům společnosti. Poměr vlastního kapitálu k celkovým závazkům se podstatně liší u obou srovnávaných variant. V případě IPO roste vlastní kapitál společnosti, naopak při čerpání bankovního úvěru dochází ke zvýšení celkových závazků společnosti a tím i míry zadlužení. Jednou ze slabých stránek, jak bylo uvedeno výše, v souvislosti s primární emisí akcií, je právě riziko ztráty autonomie, proto tomuto kritériu bude také věnována pozornost při srovnání těchto dvou variant získání peněžních prostředků.

Důvodem výběru těchto čtyř kritérií je skutečnost, že každá ze dvou forem financování je spojena s jinými přímými či nepřímými náklady. Každé z těchto dvou forem financování se pojí s jiným stupněm zájmu médií o jakoukoliv společnost. Využití dluhového nebo ekvitního financování se rozdílně projeví v rozvaze každé společnosti. V neposlední řadě může být důsledkem výběru jednoho z těchto dvou typů financování i změna vlastnické struktury a tím změna práva podílet se na důležitých rozhodnutích ve společnosti.

V první řadě bude provedena komparační analýza z hlediska nákladů. Při výpočtu pravidelné, v tomto případě roční splátky, bude použit vzorec pro výpočet anuity, tj. výpočet stejné neměnné splátky, kterou podnik bude pravidelně hradit příslušné bance.

$$a = D \cdot \frac{r}{1 - v^n} \quad (1)$$

Kde D = počáteční výše úvěru,

r = úroková sazba za úrokovací období,

v = diskontní faktor [$v=(1/1+r)$],

n = počet úrokovacích období splácení úvěru.

Pro výpočet skutečné úrokové sazby byl použit vzorec dle Šiman, Petra (2010), který bere v potaz daňovou uznatelnost nákladů. Pokud podnik tvoří zisk, cena cizího kapitálu snižuje základ pro výpočet daně z příjmu a vytváří tzv. daňový štít.

$$\text{Úroková sazba skutečná} = \text{Nominální úroková sazba} \times (100 - t) / 100 \quad (2)$$

Kde t = sazba daně z příjmu

Následně bude stanoven a vypočten splátkový kalendář pro vybranou společnost, z něhož bude viditelná celková výše nákladových úroků, což bude následně srovnáno s náklady, které se pojí s realizací IPO a post realizačními náklady. Nejvýznamnějšími náklady na realizaci IPO jsou právě poplatky upisovatelům, které mají anglické označení gross spread.

V druhé části praktické práce se autorka bude věnovat problematice podhodnocení emisního kurzu akcií. V anglicky psané literatuře např. Loughran, Ritter, Rydqvist (1994) a Paleari et al. (2006) se tato skutečnost označuje termínem „underpricing“, pro který byl zaveden český ekvivalent podhodnocení emisního kurzu. Bude uvedeno několik společností, které již v minulosti IPO realizovaly. Autorka vypočítá výši tohoto underpricingu pro tyto společnosti dle vzorce (3), který je uveden níže, a následně tyto hodnoty porovná s výši underpricingu u analyzované společnosti. Empirické výzkumy² zabývající se vývojem tržního kurzu akcií krátce po jejich prvotní veřejné nabídce (IPO), dochází velmi často k závěru, že emitující společnosti nabízí své akcie při IPO za cenu nižší, než za kterou se poprvé obchodují na sekundárním trhu.

Existují dva přístupy pro vyjádření underpricingu. První z nich bere v potaz pouze změnu mezi emisním kurzem a tržní cenou akcií na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu. V tomto případě je možné použít pro výpočet „underpringu“ tento vzorec:

$$U = \frac{P_1 - P_E}{P_E} \cdot 100 \quad (3)$$

Kde U = podhodnocení emisního kurzu akcií (underpricing v %)

P_1 = kurz akcie na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu

P_E = emisní kurz akcie

Pokud bude tržní kurz akcie (P_1) nižší než její emisní kurz (P_E), vypočtené U bude záporné a jedná se o nadhodnocení emisního kurzu. Vzorcem (3) vypočtená hodnota U vyjadřuje pouze fakt, zda byl kurz akcie nové emise podhodnocen či nikoliv a pokud ano, tak v jaké míře. Neudává tedy žádné zmínky o tom, jak vysoká nebo

² Meluzín, Zinecker, 2009

naopak nízká byla samotná emitovaná cena akcie vzhledem k jiným alternativám investora.

Vzhledem k tomu, že mezi stanovením emisního kurzu a začátkem obchodování emise existuje vždy určitá časová prodleva, během které se akciové trhy vyvíjejí, lze při výpočtu underpricingu zohlednit i změnu akciových kurzů na trhu. Underpricing upravený dle vývoje na akciovém trhu představuje druhý přístup jeho vyjádření. K jeho výpočtu lze využít tohoto vzorce:

$$U_M = \left[\frac{(P_1 - P_E)}{P_E} - \frac{M_1 - M_0}{M_0} \right] \cdot 100 \quad (4)$$

Kde U_M = underpricing při zohlednění vývoje tržního indexu (v %)

M_1 = hodnota tržního indexu na konci prvního dne obchodování emise na sekundárním trhu.

M_0 = hodnota tržního indexu na konci dne předcházejícímu prvnímu dni obchodování emise na sekundárním trhu.

Velikost nákladů souvisejících s podhodnocením emisního kurzu při IPO lze vyjádřit pomocí tohoto vzorce:

$$UC = (P_1 - P_E) \cdot MC \quad (5)$$

Kde UC = představují náklady prvotní emise akcií spojené s podhodnocením emisního kurzu

P_1 = kurz akcie na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu,

P_E = emisní kurz akcie

MC = velikost emise (tržní kapitalizace IPO)

Většina autorů Ljungqvist (1997), Ritter a Welch (2002), Loughran (2003) a další autoři při vyjádření underpricingu dosazují do vzorce za P_1 tržní cenu akcie na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu. Existují však i autoři, kteří považují takto získaná data za nepřesná a při dosazení do vzorce (3) a (4) za P_1 použijí tržní cenu akcie obchodované na sekundárním trhu až dva týdny po její emisi, což je podle autorů Uhlir (1989), Carter, Manaster (1990) přesněji vypovídající.

Autorka v praktické části bude využívat v souladu s převažující metodikou výpočtu underpricingu konstrukci vzorce (3) s prvkem P_1 stanovení tržní ceny akcií na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu, přičemž následně provede komparaci s výpočtem hodnoty underpricingu, kde za P_1 bude použita tržní cena akcií obchodované na sekundárním trhu dva týdny po její emisi. Pro učinění závěrů ohledně existence „underpricingu“ a následného srovnání s ostatními emisemi, bude upřednostněn výpočet na základě tržní ceny akcií na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu.

5 Vlastní práce

Autorka práce podrobně představí společnost Stock Spirits Group, která vstupovala v roce 2013 formou IPO na londýnskou burzu a formou duálního listingu na pražskou burzu. Tato společnost vykazovala v době před IPO vysoké zadlužení, proto také jedním z důvodů realizovaného IPO bylo právě získání peněžních prostředků na splacení části existujícího dluhu. To je také hlavním důvodem toho, proč si autorka vybrala právě tuto společnost pro srovnání ekvitévního a dluhového financování. Makléřská společnost Cyrrus, která sídlí v Brně, poskytla pro vypracování této práce finanční poradenství pro výpočet nákladů na bankovní úvěr a nákladů na IPO (finanční výkazy, výši úrokové sazby aj.). Autorka práce čerpala veškerá důležitá a potřebná data ve výročních zprávách 2013 a 2014 společnosti Stock Spirits Group.

Autorka v první části práce podrobně představí společnost Stock Spirits Group a následně popíše průběh realizovaného IPO této společnosti. Budou srovnány dva výše zmíněné způsoby financování dle předem vymezených kritérií. V poslední řadě se autorka zaměří i na vyčíslení výše underpricingu zkoumané společnosti a následně tuto zjištěnou hodnotu porovná s hodnotami underpringu u společností, které IPO na českém kapitálovém trhu realizovaly v minulosti.

5.1 Společnost Stock Spirits Group

Historie likérky Stock Plzeň začíná před více než 120 lety v italském přístavu Terst, který byl v té době součástí Rakousko-Uherska. V tomto městě založil v roce 1884 Lionello Stock společnost Camis & Stock. Jejím prvním výrobkem byl koňak, který dosáhl takové obliby a kvality, že se stal přímou konkurencí francouzských destilátérů. Úspěch byl tak veliký, že se ve dvacátých letech 20. století stala Camis & Stock jednou z největších společností svého druhu v Evropě. Po skončení první světové války se však dříve domácí trhy italské likérky staly trhy zahraničními a její export narážel na překážky v podobě celních poplatků a kvót. Lionello Stock se proto rozhodl vytvořit pobočky v jednotlivých zemích.

V roce 1920 koupil Lionello Stock již existující lihovar v Božkově a založil zde dceřinou společnost nazvanou Stock Cognac Medicinal. Zpočátku se do Božkova dopravovalo zboží z Terstu a v naší zemi bylo jen plněno do lahví. V té době zaměstnávala společnost asi patnáct manuálních dělníků, čtyři úředníky, jednoho nákupčího a ředitele. Dodávky z Terstu však postupně ustávaly a podnik začal pracovat samostatně. Obchodní aktivity Stock Cognac Medicinal H. Planner v Božkově u Plzně rychle rostly a díky vysoké kvalitě výrobků si společnost získávala stále větší okruh zákazníků. Likérka Lionella Stocka v Plzni však neměla jednoduchý život. Přestože v roce 1929 vykazovala společnost velké úspěchy, pocítila jako první důsledky ekonomické krize, která se přehnala světem v třicátých letech. Po nelehkém válečném období přešla v roce 1945 pod národní správu. V roce 1947 se společnost nakrátko vrátila zpět do rukou svého italského majitele. Bylo to skutečně jen nakrátko, neboť likérka byla v roce 1948 jako většina dalších podniků

v Československu znárodněna. Jakmile se společnost stala státním podnikem, zisky z výroby kvalitních lihovin byly využívány na dotování jiných, méně lukrativních oborů. To ovšem vedlo k tomu, že společnost nemohla investovat do rozšiřování produkce a Fernet Stock, jehož popularita prudce vzrostla v šedesátých a zejména v sedmdesátých letech, byl až do devadesátých let nedostatkovým zbožím.

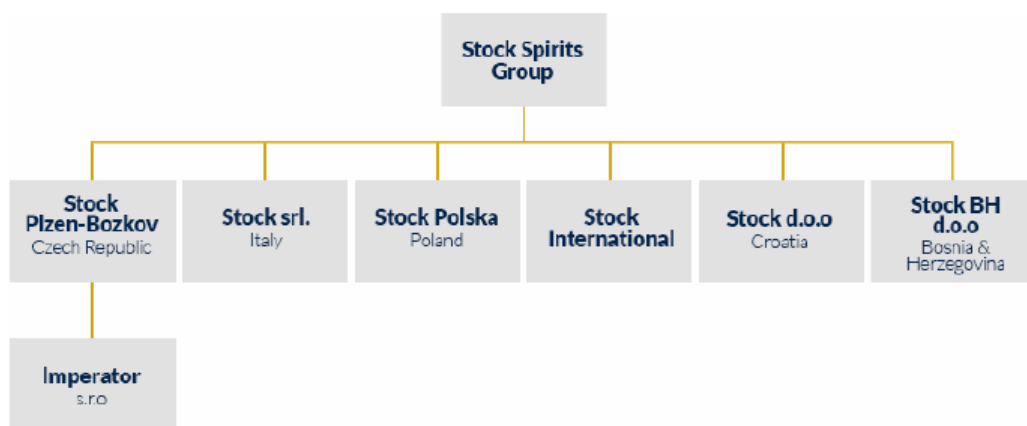
Po revoluci v roce 1989 se závod v Božkově stal samostatnou akciovou společností a začal veškerý zisk investovat do výroby. Dokázal tak výrazně zvýšit produkci nejen Fernetu Stock, ale i dalších značek. Dnes je Stock Plzeň největším výrobcem lihovin na českém trhu s podílem přes 35 %. V roce 1993 se původní majitel likérky, firma Stock Trieste, stal jejím majoritním akcionářem. O dva roky později se společnost stala členem skupiny Eckes, která je největším výrobcem ovocných šťáv v Evropě.

Devadesátá léta znamenala pro Stock Plzeň bouřlivou dobu, přesto se dostala na absolutní českou špičku co do objemu prodaných lihovin a dokázala spotřebitelům nabídnout úplně nové výrobky, které si okamžitě získaly oblibu. V roce 1997 uvedl Stock Plzeň na trh Fernet Stock Citrus, který se během dvou let stal druhým nejpopulárnějším českým alkoholickým nápojem hned za Fernetem Stock. Dalšími mimořádně úspěšnými novinkami se staly například likér Magister, Vodka Amundsen s širokou škálou příchutí s nízkým obsahem alkoholu a také Slivovice Stock z legendární pálenice Prádlo poblíž městečka Nepomuk. K portfoliu společnosti přibude prakticky každý rok několik nových značek, odpovídajících aktuálnímu vývoji trhu. Koncem roku 2007 byla likérka Stock Plzeň převzata společností Oaktree Capital Management a stala se součástí mezinárodní skupiny Stock Spirits Group. (www.stockspirits.com)

K nejdůležitějším trhům společnosti Stock Spirits Group patří Polsko, Česká republika a Itálie. Cílem této společnosti, je být předním producentem lihovin ve střední Evropě. Společnost Stock Spirits Group má své hlavní sídlo ve Spojeném království, vyrábí přes 25 značek a vyváží své produkty do 40 zemí světa. Společnost zaměstnává 926 zaměstnanců (přepočteno na plný pracovní úvazek). (výroční zpráva 2014)

Hlavní produktovou kategorií společnosti je vodka. Ke stěžejním značkám skupiny v sortimentu vodek patří Czysa de Luxe, Żołądkowa Gorzka, Stock Prestige, 1906 a Zubr. Značky jako Amundsen, Lubelska, Keglevich a Božkov nabízí také sortiment ochucených likérů na bázi vodky. Klíčovými značkami v kategorii brandy jsou Stock Original a Stock 84, hlavní značkou českého rumu je Božkov Tuzemský, z hořkých likérů pak Fernet Stock, z limoncella je to Limoncè a u ovocných destilátů si tuto pozici drží Imperator Golden.

Společnost provozuje dva hlavní závody na výrobu a stáčení lihovin, v polském Lublinu a české Plzni a malý výrobní závod je také na Slovensku v Drietomě. Skupina dále provozuje malý lihovar v české obci Prádlo a závod na výrobu etanolu v německém Rostocku. Strukturu celé skupiny znázorňuje níže uvedený graf.



Obr. 9 Struktura společnosti Stock Spirits Group, a. s., zdroj: www.stockspirits.com

Kromě výše uvedených zemí, Polsko, ČR a Itálie, společnost působí také na Slovensku, Chorvatsku a Bosně a Hercegovině. Slovenská část skupiny je řízena českou společností Stock Plzeň. Aktivita na slovenském trhu byly posíleny akvizicí slovenského producenta lihovin Imperator, která proběhla v prosinci roku 2012. Vedle výše zmíněných šesti klíčových trhů, společnost prodává své výrobky i do dalších zemí světa. Mezi hlavní exportní trhy patří Rakousko, Německo, Velká Británie, USA a Kanada.



Obr. 10 Existující a potenciálně nové trhy pro Stock Spirits Group, zdroj: www.stockspirits.com

Modře vyznačené země představují již existující trhy pro tuto společnost (Polsko, Česká republika, Itálie, Slovensko, Chorvatsko, Bosna a Hercegovina). Avšak tmavě šedé vyznačené země jsou potenciálními novými trhy pro Stock Spirits Group. Společnost se připravuje expandovat na státy východní Evropy (Maďarsko, Ukrajina, Litva, Lotyšsko, Estonko, Bulharsko aj.), což je také jedním z důvodů realizace IPO společnosti Stock Spirits Group.

5.2 IPO společnosti Stock Spirits Group

Financování společnosti prostřednictvím primární veřejné nabídky (*Initial Public Offering*) má ve světě velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičním způsobům získávání peněžních prostředků. Od roku 2004 lze v České republice identifikovat několik společností, které přistoupily k této formě financování.

V odborné literatuře, např. Jenkinson a Ljungqvist (2001), Paleari a kol. (2006) a Welch (2006) lze nalézt celou řadu finančních a nefinančních důvodů pro vstup společnosti na akciový trh formou IPO. Demonstrativně lze uvést například získání peněžních prostředků pro rozvoj společnosti bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním, zvýšení publicity a image společnosti či omezení jedinečného rizika diverzifikací majetkového portfolia stávajícího vlastníka podniku. Z výzkumu Meluzína (2008) vyplývá, že emitující společnosti obvykle vede ke vstupu na trh cenných papírů více důvodů. A právě společnost Stock Spirits Group je toho příkladem. Ve výroční zprávě společnosti jsou uvedeny hlavní důvody realizace IPO společnosti Stock Spirits Group, kterými jsou:

- splacení části existujícího dluhu,
- odprodej části majoritního podílu investičního fondu,
- získání peněžních prostředků na expanzi společnosti.

Lze konstatovat, že v odborné literatuře³ patří tyto tři důvody k nejčastěji zmiňovaným důvodům realizace IPO. Z těchto výše popsaných důvodů společnost Stock Spirits Group vstoupila na Londýnskou burzu. Avšak ve stejný okamžik byla tato společnost uvedena burzou cenných papírů Praha na akciový trh nicméně bez vědomí emitenta. Emise byla uvedena na pražské burze na neregulovaný trh START, neboť stávající legislativa platná v Evropské unii neumožňuje listing společnosti na regulovaný trh bez vědomí emitenta. Emisi je možné uvést na regulovaný trh až po uplynutí lhůty 18 měsíců. Důvodem, proč se Burza cenných papírů Praha (BCPP) rozhodla kotovat společnost Stock Spirits Group je skutečnost, že mezi lokálními investory byla po emisi poptávka a chtěli mít možnost obchodovat v korunách a s aktivní podporou likvidity. Rozhodnutí emitenta realizovat listing pouze v Londýně bohužel tyto investory diskvalifikuje. Pražská burza se tedy snažila najít způsob, jakým by, obchodování lokálním investorům zprostředkovala a to i za cenu toho, že nebude od prvního dne obchodována v rámci regulovaného trhu, ale pouze na trhu neregulovaném. (www.pse.cz)

5.2.1 Důvody pro využití ekvitévního financování

Hlavním důvodem společnosti Stock Spirits Group pro využití ekvitévního financování prostřednictvím IPO bylo každoroční navyšování shareholders dluhu, až do fáze, kdy poměr mezi vlastním kapitálem a závazky dle rozvahy, byl velice nestandardním. Shareholders dluh představuje půjčku peněžních prostředků od svých akcionářů společnosti.

Shareholders dluh byl složen z prioritních equity certifikátů a konvertibilních equity certifikátů. Prioritní equity certifikáty společnost vydala v letech 2006 – 2010, tyto certifikáty měly splatnost 49 roků od jejich vydání, nebyly zajištěné a byly úročeny úrokovou sazbou ve výši 6 – 8,4 % p. a. Konvertibilní certifikáty společnost vydala v letech 2006 – 2008 a nenesly s sebou žádný úrok a měly splatnost 51 let od jejich vydání.

Důvodem každoročního navyšování shareholders dluhu byla skutečnost, že úroky z tohoto dluhu nebyly každoročně vypláceny akcionářům (investorům), nicméně se navyšovaly o částku již existujícího dluhu (tento dluh byl kapitalizován). Poměr vlastního kapitálu k celkové výši aktiv byl příliš nízký. Celkové závazky v roce 2012 dle rozvahy společnosti činily 641 mil. EUR, avšak výše vlastního kapitálu činila pouze 112 mil. EUR. Společnost byla předlužená, což mělo vliv na případnou potřebu využití dluhového financování jakožto úvěru, jelikož společnost by při takové skladbě vlastního a cizího kapitálu byl poskytnut velice nákladný úvěr. Tato finanční situace společnosti Stock Spirits Group současně zvyšovala

³ Jenkinson a Ljungqvist (2001), Paleari a kol. (2006) a Welch (2006)

pravděpodobnost bankrotu v období, kdyby společnost dosahovala ztráty, respektive potřebovala dodatečné financování.

Společnost navíc vykazuje dva bankovní úvěry a úvěrovou linku⁴ od banky ING, jejichž výše k 30. červnu 2013 činila 151,4 mil. EUR.

Toto byl jeden z důvodů, proč se společnost rozhodla pro realizaci IPO na burze v Londýně, avšak BCPP se rozhodla vyhovět investorům v naší zemi a uvedla tuto společnost na neregulovaný trh Start ve stejný okamžik.

Tab. 3 Přehled vybraných aktiv a závazků společnosti Stock Spirits Group

Mil. EUR	2012	2013	2014
Krátkodobá aktiva	305,345	325,126	292,193
Dlouhodobá aktiva	447,703	444,932	436,679
CELKOVÁ AKTIVA	753,048	770,058	728,872
Krátkodobé závazky ⁵	415,710	242,785	186,928
- Finanční závazky	8,119	5,841	7,027
- Shareholder půjčky	264,64	215,00	-
Dlouhodobé závazky	224,952	208,967	198,440
CELKOVÉ ZÁVAZKY	640,662	451,752	385,368
VLASTNÍ KAPITÁL	112,386	318,306	343,504

Zdroj: výroční zprávy 2013 a 2014 společnosti Stock Spirits Group

V roce 2012 společnost dosahuje poměru mezi vlastním kapitálem a celkovými závazky 1:6, což je opravdu nestandardní a proto je realizace IPO opravdu potřebná k tomu, aby došlo ke zvýšení vlastního kapitálu a zároveň zlepšení poměru mezi vlastním kapitálem a celkovými závazky společnosti.

Dalším motivem pro realizaci IPO byl záměr amerického fondu Oaktree Capital Management, který vlastnil majoritní podíl ve společnosti, odprodat část akcií a tím zhodnotit jeho investici. Společnost také potřebovala získat peněžní prostředky pro expanzi na jiné trhy a to především východní Evropy a na realizaci svých podnikatelských záměrů.

5.2.2 Průběh IPO společnosti Stock Spirits Group

Na burze cenných papírů v Londýně se zahájilo obchodování s novou emisí akcií společnosti Stock Spirits Group PLC 22. října 2013. Likérka uskutečnila kombinovanou formu IPO, neboť veřejnosti nabízela jak primární akcie, tj. akcie nově emitované, které ji měly zajistit získání potřebných finančních zdrojů pro snížení jejího zadlužení a pro její další růst a rozvoj, tak sekundární akcie, které sloužily k odprodeji obchodního podílu majoritního akcionáře, zejména fondu Oaktree Capital Management. Vzhledem k tomu, že přes 80% z celkového počtu akcií, nabíže-

⁴ Úvěrová linka představuje možnost čerpání úvěru do určité předem stanovené výše dle aktuálních potřeb společnosti.

⁵ V celkové hodnotě krátkodobých závazků jsou zahrnuty i další položky.

ných v rámci IPO, tvořily akcie sekundární, tj. akcie vydané již před uskutečněním IPO, lze konstatovat, že hlavním cílem bylo umožnit vystoupení fondu ze společnosti a zhodnocení jeho investice formou prodeje části akcií na burzovních trzích.

Nabídka celkem obsahovala 110 mil. kusů akcií a z toho 22,1 mil. kusů tvořily zcela nové akcie a zbylých 87,9 mil. kusů tvořily již existující akcie, tedy akcie, které v IPO prodával přímo Oaktree Capital Management (74,6 mil. kusů) a jednak jednotlivé fyzické osoby (13,3 mil. kusů). Po IPO činí celkový počet emitovaných akcií 200 mil. kusů. Upisovací období skončilo 21. října 2013. Celková velikost IPO činila 258,5 mil. GBP. Celkové přímé náklady prvotní veřejné nabídky akcií společnosti Stock Spirits Group činily cca 3,53 % z objemu emise. Největší část těchto nákladů činily poplatky upisovatelům (*gross spread*). Součástí IPO byla opce na dalších maximálně 16,5 milionů kusů, které mohou investoři získat od majoritního akcionáře Oaktree Capital Management. Podmínky v rámci IPO dále stanovují „lock-up“ období. To je období, ve kterém mají akcionáři společnosti zákaz prodávat akcie. Období je stanoveno selektivně. Pro hlavního akcionáře a akcionáře, kteří se nevyskytují v managementu, činilo lock-up období 180 dní po ukončení IPO. Avšak pro akcionáře, kteří jsou v managementu, bylo toto období stanoveno na 365 dní.

Podpora likvidity byla zajišťována členy burzy Českou spořitelnou a Patria Finance. Výrobce lihovin stanovil cenu akcií pro svůj burzovní debut v Londýně na 2,35 libry (71,4 Kč). To ohodnotilo společnost na 470 milionů liber (cca 14,3 miliardy Kč). Emisní cena byla v polovině původního cenového rozmezí stanoveného pro IPO mezi 2,10 GBP a 2,60 GBP. Majoritní akcionář společnosti, americký investiční fond Oaktree Capital Management a současné vedení Stock Spirits Group prodali 55 % svého podílu. Celkem tak z prodeje získali 206,5 milionu liber a podíl Oaktree Capital Management se snížil na 38,3 %. Společnost navíc získala i 52 milionů liber z prodeje nových akcií a tyto peníze použila především na snížení shareholders dluhu.

Na pražské burze se dne 23. října 2013 zahájilo obchodování na ceně, která odpovídala ceně na burze v Londýně. Emise byla obchodována na neregulovaném trhu START pod názvem STOCK. Titul získal na pražské burze ISIN GB00BF5SDZ96. Od 23. prosince 2013 byla emise zařazena do báze indexu PX. Aby bylo obchodování emise na pražské burze úspěšné, je potřeba získat dostatečné množství cenných papírů pro obchodování. To mají na starost členové burzy, jak již bylo uvedeno výše, Česká spořitelna a Patria Finance, kteří plní roli „patrona“ emise. (www.patria.cz)

5.2.3 Zhodnocení úspěšnosti IPO

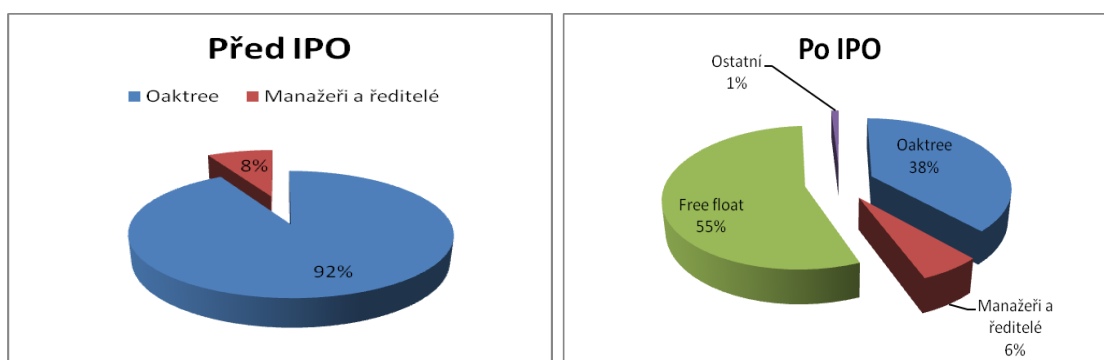
Jednalo se o první duální listing společnosti Stock Spirits Group z pohledu pražské burzy, avšak bez vědomí emitenta. Potenciál společnosti vede ke zvýšenému zájmu ze strany analytiků mezinárodních investičních bank a místních makléřských firem. Úspěšné IPO společnosti Stock Spirits Group prokázalo, že díky úspěšnému upsání akcií na londýnské burze, společnost získala peněžní prostředky, které mohou sloužit na snížení závislosti společnosti na bankovních úvěrech.

Změna struktury kapitálu

Společnost splatila v dubnu 2013 část shareholders dluhu hotovostí, kterou v té době disponovala. Další část tohoto dluhu byla splacena v srpnu téhož roku a to kombinací dodatečného bankovního úvěru a hotovosti. Zbývající část shareholders dluhu a to ve výši 97 815 000 EUR byla těsně před IPO přeměněna na akcie. Konkrétně za tuto částku shareholders dluhu společnost vydala celkem 40 457 392 kusů akcií a tím si splatila veškerý shareholders dluh. Společnost také vykazovala konvertibilní certifikáty ve výši 21 778 258 EUR, které také před IPO splatila svým investorům ve formě akcií. Vydala těmto investorům 7 850 067 kusů akcií. Tím společnost přeměnila velkou část cizího kapitálu na vlastní a výrazně se jí tak změnil poměr vlastního a cizího kapitálu. V rámci IPO společnost navíc emitovala další nové akcie, čímž se dále snížila míra zadlužení společnosti. Stav k 31. 12. 2013 dle rozvahy společnosti činí výše závazků 451,8 mil EUR a výše vlastního kapitálu 318,3 mil EUR. Je patrné, že je tento poměr skutečně vyrovnanější než v období před IPO viz. tabulka 3 uvedená výše.

Změna struktury akcionářů

Investiční fond Oaktree Capital Management, který vlastnil před IPO majoritní podíl ve společnosti Stock Spirits Group se rozhodl prodat výraznou část svého podílu ve společnosti. Nabídl tedy 74,6 milionů kusů akcií. Dále pak drobní investoři (jednotlivé fyzické osoby) nabídli 13,3 milionů kusů akcií na prodej. Dá se říci, že po IPO se výrazně snížil vlastnický podíl investičního fondu Oaktree Capital Management, který činil po IPO pouhých 38,3%, což dokládá obrázek níže.



Obr. 11 Vlastnická struktura před a po IPO, zdroj: výroční zpráva 2013 společnosti Stock Spirits Group

Vzhledem k tomu, že necelých 80% tvořily z celkového počtu akcií, nabízených v rámci IPO, akcie sekundární, tj. akcie vydané již před uskutečněním IPO, lze konstatovat, že hlavním cílem IPO bylo umožnit vystoupení fondu Oaktree Capital Management ze společnosti a zhodnocení jeho investice formou prodeje akcií na burzovních trzích. Dle obrázku výše je patrné, že byl tento cíl naplněn.

Expanze společnosti

Díky peněžním prostředkům získaných z IPO byl realizován tzv. Project Polar v Polsku. Společnost zrealizovala úspěšnou instalaci 20 tisíc lednic s její značkou do tradičních obchodů na území Polska. Společnost také učinila důležité a klíčové kroky k tomu, aby byl naplněn cíl rozšíření nabídky prémiových produktů. Dále Stock Spirits Group uzavřel exkluzivní distribuční smlouvy se společností Beam v Polsku a Diageo v České republice. V neposlední řadě společnost plánuje expandovat na trhy východní Evropy, jak bylo zmíněno výše.

6 Komparace dluhového a ekvitního financování

V této kapitole autorka práce provede podrobné srovnání dluhového a ekvitního financování dle předem vymezených kritérií, kterými jsou náklady, PR a marketing, zadluženost a autonomie. Na základě tohoto srovnání a posouzení všech skutečností, by autorka práce měla učinit závěr pro společnost, jaký typ financování je pro ni výhodnější. V této části práce budou využity vzorce, které byly uvedeny v metodice práce. Autorka provede srovnání těchto dvou typů financování na ilustrativním příkladu.

6.1 Srovnání dle nákladů

Jak již bylo uvedeno v teoretické části diplomové práce vztahující se k IPO, společnostem vstupujícím na akciový trh vznikají vždy dva druhy nákladů. První skupinu tvoří náklady na realizaci IPO (jednorázové náklady), které svou výší nejsou zanedbatelné. Výše těchto nákladů je pro menší a střední podniky často překážkou pro realizaci IPO a důvodem častější volby dluhového financování. Druhou skupinu tvoří náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií, jejichž výše je však ve většině případů již zanedbatelná oproti počátečním nákladům na realizaci IPO.

Velikost emise v případě společnosti Stock Spirits Group činila 258,5 mil. GBP, což představuje 304,5 mil. EUR⁶. Jednorázové náklady, které společnosti vznikly v souvislosti s realizací IPO, jsou dle výroční zprávy společnosti za rok 2013, vyčísleny na 10,763 mil. EUR, což představuje 3,53 % z celkového objemu emise. Průměrné realizační náklady IPO na London Stock Exchange (LSE), dle studie Kaserer a Schiereck (2009), činily od roku 2003 do poloviny roku 2005, 6,87 %, při zařazení emise společnosti Stock Spirits Group do příslušné skupiny dle velikosti emise (250 – 500 mil. EUR). Tabulka jednotlivých nákladů na London Stock Exchange spojených s příslušnou velikostí emise je uvedena v teoretické části práce, v kapitole náklady na IPO. Při následném srovnání s průměrnou výší nákladů na London Stock Exchange společnost Stock Spirits Group vykázala o 3,3 procentní body nižší náklady. Lze konstatovat, že výše těchto realizačních nákladů na IPO je pro každou společnost individuální. Meluzín, Zinecker (2009) uvádí, že s rostoucím objemem emise, se procento těchto nákladů snižuje. Tabulka níže sumarizuje výši nákladů, které společnosti Stock Spirits Group v souvislosti se vstupem na London Stock Exchange vznikly.

⁶ Převedeno kurzem ke dni vstupu na London Stock Exchange, 22. října 2013, kdy kurz činil 1,1779 GBP/EUR.

Tab. 4 Náklady na IPO společnosti Stock Spirits Group

Náklady na IPO společnosti Stock Spirits Group v mil. EUR	2013
Mimořádné náklady spojené s IPO zahrnutý do CF z provozní činnosti	7,100
Mimořádné náklady spojené s IPO zahrnutý do finanční činnosti	3,663
Náklady na IPO celkem	10,763
Objem emise mil. EUR	304,5
% z objemu emise	3,53 %

Zdroj: výroční zpráva 2013 společnosti Stock Spirits Group

Je nutné zmínit, že v tabulce jsou uvedeny náklady spojené s realizací IPO pouze za rok 2013, společnosti v roce 2014 vznikly náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií, lze však s jistotou říci, že výše těchto nákladů je zanedbatelná oproti počátečním (realizačním) nákladům. Jedná se o náklady spojené s regulačními požadavky a s požadavky na správu a řízení společnosti, roční burzovní poplatky aj. V roce 2014 činily pro společnost Stock Spirits Group 0,142 mil. EUR. (výroční zpráva 2014 společnosti Stock Spirits Group)

Společnost Stock Spirits Group před svým plánovaným vstupem na akciový trh, využívala dluhové nástroje finančního trhu (bankovní úvěry, shareholders dluh). Jedním z hlavních důvodů rozhodnutí se pro úpis nových akcií byla skutečnost, že se společnost ocitla na neúnosné hranici zadlužení. Řešením tedy bylo emitovat akcie, prostřednictvím kterých dojde ke zvýšení vlastního kapitálu společnosti a tím i zlepšení celkové úrovně zadluženosti podniku.

V souvislosti s existencí shareholders dluhu a čerpáním bankovních úvěrů, společnosti vznikly nemalé úrokové náklady. Vyčíslení výše těchto úrokových nákladů bude předmětem této kapitoly. Následně se autorka pokusí srovnat tyto úrokové náklady se vzniklými náklady, které společnosti vznikly v roce 2013 a 2014 v souvislosti s realizací IPO.

Tab. 5 ING úvěry společnosti Stock Spirits Group

ING úvěry mil. EUR	2012	2013	2014
Ve výši	169,399	175,449	164,760
Úrokové náklady	11,990	10,506	7,917
Průměrná efektivní úroková míra p. a.	7,08 %	5,99 %	4,81 %

Zdroj: Výroční zpráva 2013 a 2014 společnosti Stock Spirits Group

Z tabulky je patrný každoroční pokles průměrné efektivní úrokové míry, což je dáno skutečností, že je tato úroková míra odvozena od mezibankovních sazeb dle vývoje na trhu. (v ČR dle PRIBOR, v Polsku dle WIBOR, v Itálii dle EURIBOR).

Tab. 6 Výše shareholders dluhu

Shareholders dluh v mil. EUR	Nominální hodnota	Úroková míra	splatnost
Ekvitní certifikáty	172,037 029	6 – 8,375%	49 let
Konvertibilní certifikáty	21, 778 258	0%	51 let

Zdroj: Výroční zpráva 2013 a 2014 společnosti Stock Spirits Group

Společnost však splatila v dubnu 2013 část ekvitních certifikátů a to ve výši 80 mil. EUR z hotovosti, kterou té době disponovala. Další část ve výši 82, 185 mil. EUR splatila v srpnu 2013 a to kombinací dodatečného bankovního úvěru a hotovosti. Zbývající nesplacená část ve výši 97 815 000 EUR byla těsně před IPO přeměněna na akcie společnosti Stock Spirits Group. Za tento nesplacený dluh bylo vydáno 40 457 392 kusů akcií. Účetní a nominální hodnota se od sebe liší z důvodu stále nabývacího úroku, který nebývá vyplacen jako v případě úvěru (je kapitalizován). Společnost také vykazovala konvertibilní certifikáty ve výši 21 778 258 EUR, které také před IPO splatila svým investorům ve formě akcií. V roce 2014 byla již výše shareholders dluhu nulová.

Srovnání nákladů

Společnost prodejem primárních akcií (22,1 mil. kusů) získala hrubý výnos ve výši 52 mil. GBP, což představuje 61,3 mil. EUR⁷. Nyní budou srovnány náklady za situace, kdy společnost získá 61,3 mil. EUR formou úvěru, anebo formou IPO (vstupem na kapitálový trh).

K roku vstupu společnosti na akciový trh, formou IPO, efektivní průměrná úroková sazba za rok 2013 činila 5,99 % p. a. Jedná se o průměrnou úrokovou sazbu celého balíku úvěrů, které byly poskytnuty bankou ING na pobočky do Polska, České republiky a Itálie v roce 2013. Jak již bylo uvedeno výše, efektivní průměrná úroková sazba se každoročně mění (tab. 5) a to dle vývoje mezibankovních sazeb. Dá se tedy předpokládat, že se tato sazba bude každoročně měnit i nadále, avšak autorka práce na ilustrativním příkladu uvažuje fixní výši této efektivní úrokové sazby. Nesmí se však zapomenout na skutečnost, že cena cizího kapitálu je daňově uznatelným nákladem, tudíž bude efektivní průměrná úroková sazba očištěna o tuto daň. Při použití vzorce (2) bude vypočtena úroková sazba po zdanění, která činí 4,7 % p. a.⁸ Pro výpočet úrokové sazby po zdanění byla použita sazba daně z příjmu, ve výši 21,5 %. Jelikož společnost neoperuje pouze na území České republiky, nemohla být použita tuzemská sazba daně z příjmu. Autorka práce vyčíslila sazbu daně vydělením daňové povinnosti ziskem před zdaněním⁹, čímž byla vypočtena efektivní sazba daně z příjmu. Z výše uvedeného je zřejmé, že v případě snížení sazby daně z příjmu (za jinak stejných podmínek) dochází z hlediska pod-

⁷ Kurz platný ke dnu vstupu společnosti na LSE, který byl 1,1779

⁸ Ve skutečné úrokové sazbě je zohledněna daňová uznatelnost nákladů na cizí kapitál. (Šiman, Petera, 2010)

⁹ Hodnoty byly získány z výroční zprávy 2013 společnosti Stock Sprits Group.

niku, tedy příjemce cizího kapitálu, ke zvyšování skutečné úrokové sazby z cizího kapitálu a tedy i ceny, kterou za cizí kapitál platí.

Společnost bude splácet pět ročních splátek po dobu pěti let. Předpokládá se neměnná výše efektivní průměrné úrokové sazby po dobu pěti let. Roční splátka bude tedy vypočtena, dle vzorce (1) ve výši 14,04 mil. EUR. V tabulce níže, je uveden splátkový kalendář pro společnost Stock Spirits Group v mil. EUR.

Tab. 7 Splátkový kalendář společnosti Stock Spirits Group

Rok/mil. EUR	roční splátka	úmor	úrok	nesplacená část
2013	14,04	11,16	2,88	50,14
2014	14,04	11,68	2,36	38,46
2015	14,04	12,23	1,81	26,23
2016	14,04	12,81	1,23	13,42
2017	14,04	13,41	0,63	0,00

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka udává přehled o výši každoročních nákladových úroků, které budou pro společnost představovat náklad a budou ji snižovat výsledek hospodaření. Z tabulky je patrné, že výše úrokových nákladů se každoročně snižuje, naopak úmor neboli splátka dlužné částky věřiteli, se každoročně navyšuje. Získaný kapitál prostřednictvím IPO nestaví společnost před tzv. nepružný splátkový kalendář.

Samotné srovnání výše nákladů spojených s jednotlivými způsoby financování poskytuje tabulka níže. V roce 2013 činily celkové počáteční náklady spojené s IPO 10,763 mil. EUR. Celkový objem počtu akcií, který byl nabízen veřejnosti v rámci IPO, byl 110 mil. kusů, z čehož primární emise obsahovala pouze 22,1 mil. kusů nových akcií, což představuje 20% z celkového objemu emise. Autorka práce tedy náklady přiměřeně snížila, aby se tyto náklady vztahovaly pouze k nové emisi akcií. Avšak je důležité uvést, že některé náklady jsou fixního charakteru a tedy by vznikly, bez ohledu na to, jaké množství akcií by společnost nabízela. Jedná se především o poplatky profesionálům za auditorké, právní a jiné poradenské služby. Nicméně největší a zároveň nejvýznamnější složkou nákladů, dle Meluzín a Zinecker (2009) jsou poplatky upisovatelům (gross spread), které se vyjadřují procentuálně z objemu emise (emisní kurz akcií násobený počtem nabízených emisí), proto autorka provedla toto ponížení nákladů výše zmíněným způsobem.

Tab. 8 Srovnání nákladů na IPO a bankovní úvěr

NÁKLADY v mil. EUR		
Rok	IPO	úvěr
2013	2,15	2,88
2014	0,142	2,36
2015	-	1,81
2016	-	1,23
2017	-	0,63
Součet	2,29	8,91

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že celkové náklady na IPO jsou na podstatně nižší úrovni, než celkové úrokové náklady spojené s čerpáním bankovního úvěru. Nákladový rozdíl není malý, proto i v případě toho, že by docházelo každoročně ke snížení efektivní průměrné úrokové míry, se nedá očekávat, že by byl výsledek odlišný.

Avšak je důležité neopomenout skutečnost, že doposud nebyly uvažovány výnosy z akcií pro akcionáře (pro společnost představuje odtok peněžních prostředků), což je hlavním důvodem, proč investor společnosti poskytuje své volné úspory. Akcionář očekává určitou míru výnosnosti, jako určitou odměnu za podstatné riziko. A právě tato odměna z pohledu akcionáře, se nazývá dividenda. Je na rozhodnutí každé společnosti, jakou dividendovou politiku si nastaví. Ve výroční zprávě je uvedeno, že záměrem společnosti Stock Spritis Group je každoročně vyplácet dividendu ve výši 35% čistého volného cash flow.

Nedá se tedy o dividendách hovořit jako o nákladové položce, protože společnost vyplácí dividendy až na základě rozhodnutí valné hromady a to především na základě hospodářského výsledku společnosti. Dividenda představuje odtok volného cash flow. Úrokové náklady mají vliv na výsledek hospodaření, kdežto dividendy mají vliv na cash flow společnosti.

Je nutné poznamenat, že v případě toho, že by se společnost rozhodla pro zvolení bankovního úvěru a následně by například v roce 2015 náhle potřebovala peněžní prostředky od banky, byl by ji poskytnut úvěr ze podstatně méně výhodných podmínek (dražší), než v případě toho, že by se v roce 2013 rozhodla pro IPO. Jinými slovy, společnosti, které se rozhodly vstoupit na burzu, jsou transparentní a banky jim rády půjčí peněžní prostředky za výhodných podmínek.

Z uvedeného srovnání je zřejmé, že ne jenom z pohledu nákladů, ale také z pohledu výsledku hospodaření se IPO jeví jako výhodnější forma financování než bankovní úvěr. Je však důležité zmínit, že špatně načasovaná emise může mít negativní dopad na další vývoj společnosti.

6.2 Srovnání dle PR společnosti

Při vstupu společnosti na burzu se automaticky zvyšuje zájem médií o tuto společnost, což pro společnost může znamenat značnou úsporu nákladů na marketing a především prestiž. Společnost se okamžitě stává atraktivní pro média a získává tak reklamu, je to hlavně z důvodu, že v České republice není typ financování prostřednictvím IPO běžným. Kdežto financování prostřednictvím úvěru využívá v naší zemi naprostá většina společností, proto se při tomto způsobu financování média o tuto společnost nezajímají a musí si zajišťovat reklamu ze svých interních zdrojů. Avšak vyčíslení přesné částky úspory nákladů na marketingové aktivity při využití IPO není snadné.

Vzhledem ke skutečnosti, že český kapitálový trh je stále mladým fenoménem, je mediální zájem značný, napříč všemi typy médií. Takto získaná publicita nachází cílovou skupinu zejména mezi investory, analytiky a finanční sférou obecně, což je klasickými komunikačními prostředky (reklama, direkt marketing) velmi obtížně zasažitelná skupina. Komunikační dopad takové reklamy je mnohonásobně efektivnější a důvěryhodnější, nežli placená marketingová kampaň. Jedná se především o články v denním tisku (v ČR Mladá fronta dnes, deník E15 a jeho web E15.cz, Hospodářské noviny se svým webem IHNED.cz) dále pak rozhovory v TV aj.

Po telefonickém rozhovoru se specialistou na externí komunikaci BCPP panem Jiřím Kovaříkem, se autorka diplomové práce dozvěděla, že vyčíslitelnou úsporu nákladů v souvislosti se vstupem na burzu, má pražská burza vyčíslenu pouze pro společnost Lobkowicz. Tato společnost je výrobcem piva a vstupovala na pražskou burzu v květnu 2014. Úsporu nákladů v souvislosti se vstupem na pražskou burzu vyčíslila agentura Bison&Rose na 30 milionů korun (cca 11 mil. EUR). Informace ohledně úspory nákladů v případě společnosti Stock Spirits Group nejsou bohužel vyčísleny. Samotné vyčíslení úspory nákladů pro tuto společnost by bylo předmětem samostatné diplomové práce. Avšak důležité je, že výše těchto nákladů nemusí být zanedbatelná.

Studie agentury Bison&Rose¹⁰, která se zabývala problematikou IPO, kvantifikovala přínos pro společnost následovně:

- medializace před IPO – 1 – 3. mil. Kč měsíčně,
- medializace v období průběhu IPO 20 – 30 mil. Kč,
- medializace v roce po IPO cca 20 – 30 mil. Kč.

Jedná se o náklady, které by společnost musela vynaložit za odpovídající placenou reklamu. Důležitým faktem je, že zájem médií o tuto společnost trvá i v letech po realizaci IPO, z čehož společnost profituje i v následujících letech.

¹⁰ <ftp://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

6.3 Srovnání dle zadluženosti společnosti

Dle literatury Paleari (2006) představuje prvotní veřejná nabídka akcií mimořádnou finanční operaci, která má za následek zlepšení její likvidity a kapitálové struktury. V případě zvýšení základního kapitálu formou veřejné emise akcií je typický vyšší podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě, tj. společnost dosahuje nižší úrovně zadluženosti. Tato skutečnost snižuje pravděpodobnost bankrotu společnosti v období, kdy dosahuje ztráty (např. v období recese).

Při využití primární emise akcií (IPO) se tedy společnosti nezvyšuje míra zadlužení a tato skutečnost má pozitivní vliv nejen na společnost samotnou, ale také na věřitele, dodavatele, partnery, finanční instituce, stát aj. Důsledkem ekonomické, právní a účetní prověrky společnosti (due diligence) se rázem tato společnost stává v očích ekonomických subjektů věrohodnější a ochota těchto subjektů při jakékoliv spolupráci bude větší, než kdyby společnost tímto procesem neprošla.

Avšak společnost, která se rozhodne pro využití dluhového financování, se může dostat do pasti při okamžité potřebě finančních prostředků v případě, kdy je již tato společnost předlužená a v horším případě jí může hrozit nebezpečí bankrotu. Společnost, která vstupuje na burzu, se otevírá nejen veřejnosti, ale všem ekonomickým subjektům včetně bank a tudíž ochota banky při okamžité potřebě peněžních prostředků bude velká. Poměr vlastního a cizího kapitálu svědčí o tom, jak je společnost důvěryhodná z pohledu bank. Tento poměr může varovat banky před přeúvěrovaností společnosti a její hrozící nesolventností. Vysoký podíl bankovních úvěrů a tedy i placených úroků snižuje nejen daňové zatížení, ale i disponibilní zisk společnosti. Vstupem společnosti na akciový trh se naopak zlepšuje poměr dluhu k vlastnímu kapitálu a v konečném důsledku dochází i ke zlepšení tržní pozice a úvěrové bonity společnosti.

Tato situace je přesným příkladem společnosti Stock Spirits Group. Společnosti se kupily veškeré dluhy (v podobě shareholders dluhu). Společnost by při takto vysoké míře zadlužení nemusela být schopna najít bankovní instituci, která by jí vypůjčila prostředky, v lepším případě by jí tyto prostředky poskytla za velice nevýhodných podmínek (nákladný úvěr). Společnost vykazovala poměr vlastního a cizího kapitálu 1:6 v roce 2012, což značí, že je společnost předlužená a tato situace vyžaduje změnu ve struktuře financování. Tato skutečnost přivedla společnost Stock Spirits Group na burzu cenných papírů na London Stock Exchange. Na konci roku 2013, tedy po realizaci IPO byl tento poměr výrazně vyrovnanější a činil 3:4. A v roce po IPO 2014 téměř 1:1, což může být pozitivní nejen pro společnost samotnou, ale i pro bankovní instituce, věřitele, partnery aj.

Tab. 9 Rozvaha společnosti Stock Spirits Group v letech 2012 - 2014

Rozvaha	2012 (před IPO)	2013 (IPO)	2014 (po IPO)
Závazky	641,1	451,8	385,4
VK	114,2	318,3	343,5
Aktiva	755,2	770,1	728,9

Zdroj: výroční zpráva 2013 a 2014 společnosti Stock Spirits Group

Základem hospodářského růstu jsou prosperující společnosti. Ty však musí mít vhodnou strukturu zdrojů, tedy poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, aby se náhle neocitly v úrokové pasti a tím se nedostaly do existenčních problémů v dobách, kdy nedosahují potřebného zisku. Právě zde sehrávají důležitou roli vlastní zdroje a emise akcií. Praxe však ukazuje, že je míra zadlužení rozdílná nejen v jednotlivých oborech podnikání, ale i například ve vztahu k velikosti podniku, jeho právní formě nebo stabilitě dosahovaného zisku. (Nývtová, 2009)

6.4 Srovnání dle autonomie společnosti

Nevyhnutelným důsledkem veřejné nabídky kmenových akcií je skutečnost, že původní akcionáři se vzdávají poměrné části autonomie, odpovídající podílu akcií v IPO. Noví akcionáři, kteří získali své podíly v rámci IPO, mají určitá práva (například podílet se na řízení společnosti), ve srovnání s věřiteli dluhu, kteří žádná taková práva standardně nemají. Práva věřitelů se obvykle omezují na to, že společnost, které poskytl prostředky, musí dodržovat určité předem dohodnuté úrovně finančních ukazatelů (tzv. kovenanty¹¹), dohodnuté v rámci smlouvy o úvěru či v rámci emise dluhopisů.

Z pohledu potenciální ztráty autonomie původních akcionářů, lze identifikovat několik klíčových faktorů, které ovlivňují, jak významná může ztráta rozhodovací autonomie být. Prvním faktorem je podíl akcií, který stávající akcionáři v rámci IPO ztrácejí (resp. který noví akcionáři nabývají). V zásadě lze říci, že pokud neklesá podíl původních akcionářů pod hranici 50 procent, nemusí být ztráta autonomie příliš významná. Druhým faktorem je struktura nových akcionářů. Lze říci, že čím více jsou rozdrobeni (například velký podíl drobných retailových investorů), tím menší ztráta autonomie hrozí. V takovém případě může i menší, než padesátiprocentní podíl původního akcionáře, zajišťovat vysokou autonomii rozhodování. A naopak, i v případě, že si původní akcionář zachovává majoritní podíl, může mít problémy s autonomií rozhodování v případě, že proti němu v akcionářské struktuře stojí jiný „velký“ akcionář (například s 30-40% podílem), nebo jsou drobnější akcionáři schopni koordinovaných postojů a akcií.

ZPKT stanovuje oznamovací povinnost akcionářům a dalším osobám. Osoba, která dosáhne nebo překročí podíl na všech hlasovacích právech emitenta ve výši 3

¹¹ Například podíl hotovosti nesmí klesnout pod určitou úroveň.

%, je-li základní kapitál emitenta vyšší než 100 000 000 Kč nebo odpovídající částka v cizí měně, oznámí tuto skutečnost emitentovi a ČNB.¹²

V případě společnosti Stock Spirits Group došlo v rámci IPO k výraznému snížení podílu původního majoritního akcionáře, Oaktree Capital Management, a to z původních 92 % na 38 % po IPO. Lze tedy konstatovat, že původní akcionář ztratil majoritní podíl a tedy i podstatnou část své rozhodovací autonomie. Na tomto místě je nicméně nutné poznamenat, že Oaktree Capital Management je finančním investorem, který měl od počátku své investice záměr se majoritního podílu v čase zbavit. Navíc i nadále zůstává jasně největším akcionářem (žádný další akcionář nemá větší než 10% podíl). Lze tedy konstatovat, že ztrátu autonomie nelze v tomto případě považovat za jednoznačně negativní důsledek IPO.

6.5 Dílčí závěr

Dle analýzy je závěrem, že pro společnost Stock Spirits Group je jednoznačně výhodnější volba vstupu na kapitálový trh. Při srovnání z hlediska nákladů se IPO jeví jako jednoznačně výhodnější forma financování z pohledu analyzované společnosti, avšak bylo abstrahováno od vyplacených dividend, z důvodu toho, že dividendy nejsou nákladovou položkou pro společnost. Při srovnání dluhového a ekvitního způsobu financování dle PR a marketingu bylo patrné, že IPO lze považovat za významný marketingový nástroj. Nejsou však dostupná data ohledně výše úspory nákladů v souvislosti se vstupem společnosti Stock Spirits Group na burzu. Nicméně v případě společnosti Lobkovicz, pro kterou byla tato výše úspory nákladů vyčíslena, se dá konstatovat, že výše těchto nákladů nebyla v zanedbatelné výši. Společnost, která veřejně oznámí úvahy o vstupu na burzu, média okamžitě tuto zprávu zaznamenají a začíná to pro podnik posun o okraje mediálního zájmu do jeho centra.

Pozitivním důsledkem realizace IPO společnosti Stock Spirits Group je také snížení zadluženosti, čímž si společnost upevnila svoji pozici na trhu a stává se tak odolnější vůči jakýmkoliv negativním jevům, které ji mohou v budoucnosti postihnout. Možnost optimalizovat kapitálovou strukturu, respektive poměr mezi vlastním kapitálem a dluhem umožňuje optimalizovat náklady na úvěry prostřednictvím zlepšení vyjednávací pozice vůči bankám. Mnohdy společnosti po uvedení svých akcií na trh refinancují stávající úvěry za pro ně výhodnějších podmínek.

V rámci společnosti Stock Spirits Group došlo k výraznému snížení podílu majoritního akcionáře Oaktree Capital Management, z původních 92% na 38%. Majoritní akcionář tedy ztratil majoritní podíl a tedy i podstatnou část rozhodovací autonomie. Avšak je důležité neopomenout, že cílem investičního fondu Oaktree Capital Management bylo vystoupení z investice. Po IPO však žádný akcionář nevlastní více než 10 % podíl ve společnosti Stock Spirits Group, tedy lze říci, že ztrátu autonomie nelze v tomto případě považovat za negativní důsledek IPO.

¹² Předpis č. 256/2004 Sb. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu, paragraf 122

7 Underpricing v prostřední českého kapitálového trhu

V podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financování rozvoje společnosti prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. V novodobé historii českého kapitálového trhu respektive pražské burzy lze teprve od roku 2004 identifikovat několik společností, které využily tuto formu financování. Některé z těchto společností se v této kapitole staly předmětem výzkumu, zjistit jak vysoké podhodnocení emisního kurzu se jich dotklo a v jaké konkrétní výši. K dosažení stanoveného dílčího cíle byly využity prospekty vybraných společností a jejich výroční zprávy.

S primárními emisemi akcií jsou spojeny zejména dvě anomálie – podhodnocení emisní ceny akcií a nižší výkonnost akcií z primární emise. Těmto nestandardním jevům byla v literatuře věnována pozornost autory Jayem Ritterem a Ivo Welchem. Primární emise akcií vytváří prostor pro vznik asymetrické informace. V širším pojetí se totiž jedná o komplexní proces, kdy se soukromě vlastněná společnost snaží získat peněžní prostředky od veřejnosti. Může tedy dojít k situaci, kdy původní vlastníci mohou využít svého informačního náskoku a emitovat akcie při vyšších cenách, než které by odpovídaly rovnovážným cenám na základě fundamentální hodnoty akcií. Jelikož se potenciální investoři mohou domnívat, že společnosti budou chtít vstupovat na trh, jen když jsou nadhodnocené, společnosti snažící se deponovat své akcie na veřejném trhu budou nuceny snižovat cenu emise tak, aby IPO proběhlo úspěšně. Mohou tedy existovat dva typy společností. Buď ty, které jsou ochotny trpět vysoké podhodnocení, signalizovat svou kvalitu a nechat investory realizovat krátkodobé zisky nebo ty, které byly extrémně nadhodnocené a i značně vysoké podhodnocení společnosti nepřináší vyšší nepřímé náklady emise. Hlavní vliv na výši underpricingu má dle empirických výzkumů (Meluzín, Zinecker, 2009) zejména velikost a stáří emitující společnosti.

Podhodnocení emisního kurzu má také negativní dopad na vliv původních akcionářů ve společnosti, neboť emitující společnost bude nucena za účelem získání potřebné výše kapitálu vydat více nových akcií. Jinak řečeno, v případě absence podhodnocení emisního kurzu by společnost mohla získat požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu kusů akcií, a tím by došlo k menšímu oslabení vlivu původních akcionářů ve společnosti. (Meluzín, Zinecker, 2009) Tento negativní vliv bude znázorněn v tabulce níže. Množství akcií vydaných před realizací IPO činilo 87 900 000 kusů.

Tab. 10 Negativní vliv underpricingu na stávající akcionáře

Parametry IPO	Neexistence underpricingu	Underpricing ve výši 15%
Emisní kurz akcií při IPO	2,35 GBP/kus	1,99 GBP/kus
Počet emitovaných akcií	22 100 000 kusů	26 130 653 kusů
Počet akcií po realizaci IPO	110 000 000 kusů	114 030 653 kusů
Hrubý výnos z IPO	52 000 000 GBP	52 000 000 GBP
Podíl původních akcionářů ve společnosti	79,9%	77,08%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedeného příkladu je patrné, že podhodnocení emisního kurzu má negativní dopad na podíl na základním kapitálu původních akcionářů. V případě toho, že by společnost požadovala stejnou výši z hrubého výnosu z IPO, musí emitovat více kusů akcií, čímž ale dochází k většímu rozředění vlastnické struktury a snížení podílů původních akcionářů. Pokud však emitent bude chtít nabídnout veřejnosti jen omezený počet akcií, získají původní akcionáři (respektive společnost) menší výtěžek z IPO, což se negativně projeví na nákladnosti IPO, které se vyjádří procentem z objemu emise. (Meluzín, Zinecker, 2009)

7.1 Výše underpricingu u vybraných společností

Současný kapitálový trh umožňuje podnikům realizovat primární emise na dvou akciových trzích BCCP a RM-systém. Přičemž na BCPP se vyskytuje regulovaný a neregulovaný trh. Zcela první společností, která na českém kapitálovém trhu realizovala IPO je Zentiva, avšak pro přesnost je nutné uvést, že Zentiva je první společností, která uskutečnila IPO na pražské burze¹³.

Analyzované úrovně undepricingu byly testovány na hlavním regulovaném akciovém trhu BCPP. Následující kapitola bude věnována společností, které v minulosti realizovaly listing (popřípadě duální listing) na pražské burze. Těmito společnostmi jsou Zentiva, ECM, Pegas, AAA Auto, VGP a NWR. Pozornost bude zaměřena především na problematiku undepricingu těchto společností. Bude uveden i příklad neúspěšného IPO společnosti Limart, která byla také kotována na pražské burze.

Neúspěch společnosti Limart

Společnost působila v oboru zpracování ploché oceli již od roku 1994. V roce 2000 se společnost Limart a. s. stala největším zpracovatelem plechu v ČR, který dodával na míru just-in-time. Vzhledem k nutnosti posílení vlastního kapitálu a finanční síly společnosti v souladu se záměrem zůstat jedničkou v oboru se management společnosti na přelomu století rozhodl pro emisi akcií. Společnost nepotřebovala strategického partnera, který by přinesl do společnosti nové know-how či nové trhy

¹³ Společnost Software602 realizovala první IPO, ale na mimoburzovním trhu (RM-systém).

a z tohoto důvodu se tedy nabídlo IPO jako nejvhodnější variantou. Společnost EPIC Securities vedla Limart na pražskou burzu. Jejím cílem bylo za 49,7 % podílu na společnosti na trhu získat 175 – 340 mil. Kč. EPIC Securities institucionálním investorům nabízel 1700 000 kusů akcií, poptávka však nedosáhla ani milionové hranice. Podle předních analytiků českého kapitálového trhu neúspěch IPO společnosti Limart spočíval ve dvou problémech – vysoké požadované ceně za akcii a v nedostatečném představení emise manažerem. I přes neúspěch IPO však společnost Limart získala značnou publicitu a výhodné postavení na finančním trhu. (Čížinská, 2009)

IPO farmaceutické společnosti Zentiva

Zentiva je považována za první společnost, která realizovala IPO na českém kapitálovém trhu. Zentiva je mezinárodní farmaceutickou společností se zaměřením na vývoj, výrobu a prodej generických farmaceutických přípravků. Akcie společnosti Zentiva byly kotovány v červnu 2004 na pražské burze a ve formě globálních depozitních akcií na londýnské burze. Zentiva uskutečnila stejně jako společnost Stock Spirits Group kombinované IPO, neboť veřejnosti nabízela jak primární akcie, tak i sekundární akcie. Společnost použila metodu stanovení ceny úpisu na primárním trhu formou bookbuidingu. Důvodem realizace IPO bylo především vystoupení fondu rizikového kapitálu ze společnosti, snížení zadlužení společnosti ale také získání prostředků pro rozvoj a růst společnosti. (www.pse.cz) Pro výpočet tzv. underpricingu byla zjištěna emisní cena, která činila 15,21 EUR a závěrečný kurz prvního dne obchodování, který činil 15,82 EUR. Na základě těchto dvou zjištěných hodnot a za použití vzorce (3), který je uveden v metodice práce, bylo vypočteno procento podhodnocení emisního kurzu, které činilo 4,02%. (prospekt společnosti Zentiva)

IPO realitní společnosti ECM Real Estate Investments

Po více než dvou letech od uskutečnění IPO společnosti Zentiva byly na pražské burze v prosinci roku 2006 realizovány další dvě prvotní veřejné nabídky akcií. První z nich byla společnost Real Estate Investment, A. G. (dále jen ECM). Společnost ECM je developerskou a investiční společností s dlouholetými zkušenostmi v zemích střední a východní Evropy. Společnost ECM stejně jako Zentiva a Stock Spirits Group, realizovala kombinované IPO. Metoda pro stanovení ceny úpisu na primárním trhu byla stanovena bookbuilding. Vzhledem k tomu, že podíl primárních akcií na celkové nabídce činil přes 80%, lze říci, že hlavním cílem IPO společnosti ECM bylo získat peněžní prostředky na realizaci investičních projektů a snížení zadlužení. Emisní cena prvotní veřejné nabídky akcií společnosti ECM byla stanovena na úrovni 47 EUR a závěrečná cena prvního dne obchodování činila 52,50 EUR. Tudíž i v případě společnosti ECM se dotkl nepřímý náklad v podobě underpricingu a to ve výši 11,70%. (prospekt společnosti ECM)

IPO akcií textilní společnosti Pegas Nonwovens

Na konci roku 2006 vstoupila na burzu společnost Pegas Nonwovens, S. A. (dále jen Pegas). Předmětem činnosti této společnosti je výroba netkaných textilií. Akcie společnosti Pegas byly přijaty k obchodování na pražské a varšavské burze cených papírů. Společnost Pegas opět realizovala kombinovanou formu IPO. Investořům nabízela převážně sekundární akcie, které byly vydané před IPO. Na základě této skutečnosti, lze konstatovat, že hlavním cílem společnosti byl prodej akcií, které byly v držení majoritního vlastníka společnosti, fondu rizikového kapitálu. Peněžní prostředky, které byly získané z prodeje primárních akcií, byly použity na snížení jejího zadlužení. Společnost Pegas Nonwovens opět použila metodu úpisu bookbuilding. Emisní cena prvotní veřejné nabídky akcií společnosti Pegas činila 27 EUR a závěrečná cena prvního dne obchodování činila 28,22 EUR. Opět na základě použití vzorce (3) byl vypočten undepricing neboli podhodnocení emisního kurzu ve výši 4,53%. (prospekt společnosti Pegas Nonwovens)

IPO prodejce ojetých vozů – společnosti AAA Auto

V druhé polovině roku 2007 byly na českém kapitálovém trhu uskutečněny další dvě prvotní veřejné nabídky akcií. První z nich je právě IPO společnosti AAA Auto Group, N.V. (dále jen AAA Auto). Tato společnost je jedním z největších maloobchodních prodejců motorových vozidel a zprostředkovatelů finančních služeb se zaměřením na motorová vozidla na trzích střední a východní Evropy. Akcie společnosti byly přijaty na dvou trzích (Budapešť a Praha). Tato společnost realizovala jako první tzv. IPO primárních akcií, neboť investořům nabízela pouze nově emitované akcie. Hlavním cílem IPO společnosti bylo získání peněžních prostředků na rozvoj a růst společnosti. Na rozdíl od ostatních IPO společností, sekundární akcie nebyly součástí IPO společnosti AAA Auto. Nepřímý náklad v podobě undepricingu se této společnosti nedotkl. V případě IPO společnosti AAA Auto byla emisní cena a závěrečná cena prvního dne obchodování totožná a činila 2 EUR. (prospekt emitenta AAA Auto)

IPO realitní společnosti VGP

Druhá emitující společnost na pražské burze v roce 2007 byla společnost VGP, N.V. (dále jen VGP). Podniky skupiny VGP projektují, staví a pronajímají logistické areály a semiindustriální parky v regionu střední a východní Evropy. Tato společnost stejně jako AAA Auto realizovala tzv. IPO primárních akcií. Veřejnosti byly nabídnuty opět pouze nově emitované akcie. Výnos z realizace IPO měl sloužit k realizaci podnikatelských záměrů. Emisní kurz byl stanoven na úrovni 15,25 EUR, avšak závěrečná cena prvního dne obchodování byla stanovena na úrovni 15,60 EUR. Nepřímý náklad v podobě undepricingu činil 2,3%. (prospekt společnosti VGP)

IPO New World Resources N. V.

V dubnu 2008 oznámila společnost NWR vstup na burzu v Praze, Londýně a Varšavě. Emitent je prostřednictvím své dceřiné společnosti OKD, a. s. největší společností těžící černé uhlí v České republice a v geografickém regionu Střední Evropy.

Z tabulky níže opět vyplývá, že společnost realizovala kombinovanou formu IPO. Nabízela veřejnosti, jak primární akcie, tak i sekundární akcie. Vzhledem k tomu, že 60 % nabídky tvořili akcie sekundární, lze konstatovat, že cílem IPO byl odprodej akcií stávajících akcionářů na burzovních trzích. Výtěžek z nově emitovaných akcií byl použit na rozvoj a realizaci plánů společnosti. Emisní cena byla stanovena ke dni vstupu na burzu na úrovni 16,56 EUR, avšak závěrečná cena na konci prvního dne obchodování byla stanovena ve výši 17,81 EUR. Společnosti se dotkl nepřímý náklad v podobě underpricingu, který byl vypočten ve výši 7,55 %. (prospekt společnosti NWR)

Tab. 11 Výše underpringu u vybraných společností (1)

Charakteristika IPO	Zentiva	ECM	PEGAS
Datum uskutečnění	28. 6. 2004	7. 12. 2006	18. 12. 2006
Emisní kurz (EUR/akcii)	15,21	47,00	27,00
Velikost emise (EUR)	174 898 087,00	80 723 910,00	136 154 250,00
Závěrečný kurz prvního dne obchodování	15,82	52,50	28,22
Underpricing	4,02 %	11,70 %	4,53 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě prospektů společností

Tab. 12 Výše underpringu u vybraných společností (2)

Charakteristika IPO	AAA	VGP	NWR
Datum uskutečnění	24. 9. 2007	7. 12. 2007	6. 5. 2008
Emisní kurz (EUR/akcii)	2,00	15,25	16,56
Velikost emise (EUR)	35 515 750,00	54 641 512,50	1 581 144 776,00
Závěrečný kurz prvního dne obchodování	2,00	15,6	17,81
Underpricing	0,0 %	2,3 %	7,55 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě prospektů společností

V tabulce je analyzováno 6 podniků, které v minulosti realizovali IPO na českém kapitálovém trhu od roku 2004 do roku 2008. Jediná společnost, které se nedotkl implicitní náklad v podobě podhodnocení emisního kurzu akcie, je společnost AAA Auto Group, která stanovila emisní kurz ve výši 2 EUR. Tato emisní cena se rovnala tržní ceně na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu, tedy $P_1 = P_E$. Naopak společnost s největším underpringem je ECM, která dosahuje necelých 12 %.

7.2 Underpricing společnosti Stock Spirits Group

Od 22. října 2013 se akcie společnosti Stock Spirits Group začaly obchodovat na Londýnské burze pod tickerem STCK. První obchodní den akcie zakončila na úrovni 2,26 GBP, tedy o 3,8 % pod upisovací cenou. Avšak v průběhu dalších týdnů se akciím dařilo a obchodovaly se až k úrovním 2,8 GBP. Současně jsou akcie od 23. října 2013 obchodovány i na pražské burze jak bylo zmíněno výše, ticker BA-ASTOCK. Vývoj v Praze však kopíruje vývoj v Londýně. Od IPO akcie rostly i v Praze. (Patria.cz)

Tab. 13 První metoda výpočtu „underpricingu“

Charakteristika IPO	Stock Spirits Group
Datum uskutečnění	22. října 2013
Celkový počet upsaných akcií	110 mil. kusů
Primární akcie	22,1 mil. kusů
Emisní kurz (GBP/akcii)	2,35
Velikost emise (GBP)	258 500 000
A) Tržní cena akcií na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu	2,26 GBP
B) Tržní cena akcií po dvou týdnech obchodování na sekundárním trhu k 5. 11. 2013	2,40 GBP
A) underpricing	-3,83%
B) undepricing	2,13%

Zdroj: Bloomberg

Po dosažení hodnot P_E a P_1 do vzorce (3), který je uveden v metodice práce, je výsledkem záporná hodnota underpricingu, což znamená, že v případě společnosti Stock Spirits Group byl emisní kurz nadhodnocen. Tato skutečnost představuje pro společnost tzv. implicitní výnos, neboť původní akcionáři de facto získali více peněžních prostředků.

Avšak je důležité zmínit, že kdyby byla za hodnotu P_1 dosažena tržní cena akcií zjištěná dva týdny po její emisi, výsledek by nebyl totožný. K datu 5. 11. 2013, což je datum dva týdny od uvedení akcií na kapitálový trh, byla tržní cena 2,40 GBP. Jelikož v tomto případě je $P_1 > P_E$ nejednalo by se o tzv. overpricing, ale underpricing a to ve výši 2,13%, což by pro společnost představovalo nepřímý náklad, při využití vzorce (5), ve výši 12,93 mil. GBP, tedy v přepočtu na eura 15,23 mil. EUR (je to počítáno z celkové emise, ne jenom z té primární emise).

Nyní bude při výpočtu undepricingu společnosti Stock Spirits Group zohledněna změna akciových kurzů na trhu. Undepricing upravený dle vývoje na akciovém trhu představuje druhý přístup k jeho vyjádření. K jeho výpočtu byl použit vzorec (4), který byl uveden v metodice práce. Pro výpočet byl použit index SMX (Small cap FTSE), což je jedním z indexů London Stock Exchange. Do tohoto indexu jsou řazeny společnosti s přibližně stejnou tržní kapitalizací jako má společnost Stock Spirits Group. Po dosazení do vzorce (4) vychází hodnota underpringu opět záporná -3,58 % a v případě použití tržní ceny po dvou týdnech obchodování na sekundárním trhu opět kladná 2 %. Dá se říct, že oba způsoby výpočtu nám poskytly podobné výsledky. V tabulce níže jsou uvedeny hodnoty underpricingu pro lepší přehled.

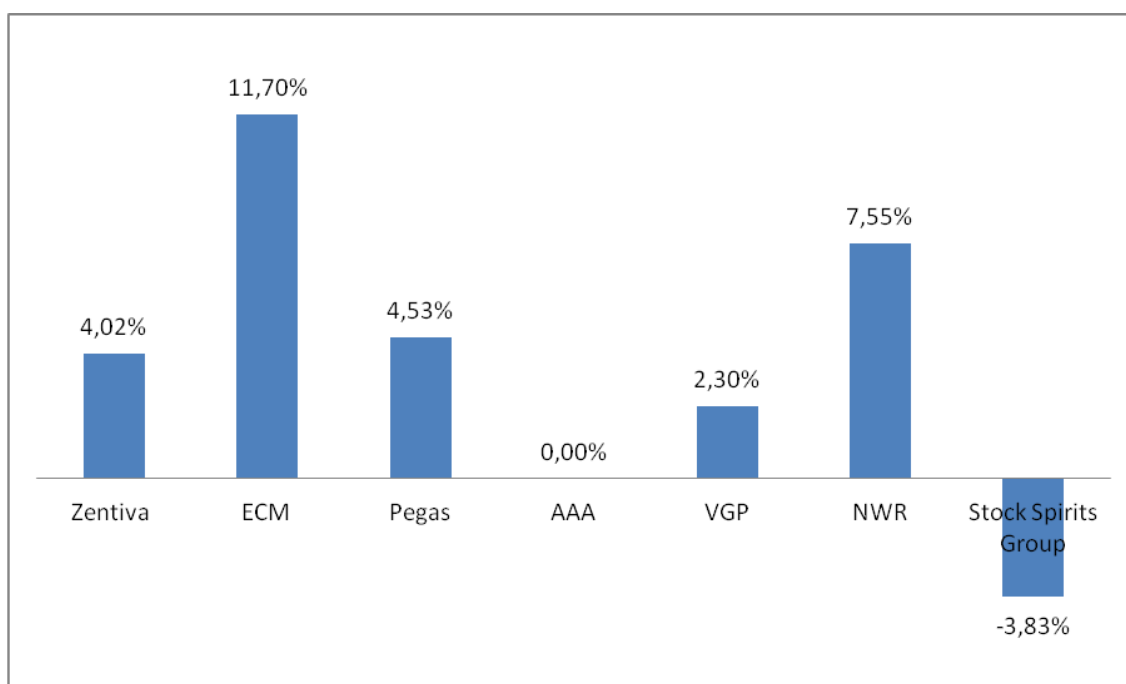
Tab. 14 Druhá metoda výpočtu underpricingu

Datum	22. 10. 2013	23. 10. 2013	5. 11. 2013
Stock Sprits Group	2,35	2,26	2,40
SMX (Small cap FTSE)	4 358, 76	4 347, 66	4 364, 43
Výpočet underpricingu (2)		-3, 58 %	2,00%

Zdroj: Bloomberg

Po dosažení hodnot do vzorce (5) bude vyčíslena konkrétní výše nákladů spojená s overpricingem/underpricingem. V případě použití vzorce (5) při dosazení za P_1 tržní cenu akcií na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu vychází celková výše nákladů záporná a činí -23,27 mil. GBP. V opačném případě, kdy by byla za hodnotu P_1 dosažena tržní cena po dvou týdnech obchodování na sekundárním trhu, vychází hodnota kladná a to ve výši 12,93 mil. GBP.

Z důvodu následného srovnání s ostatními společnostmi, které v minulosti realizovaly IPO na českém kapitálovém trhu, budeme brát jako relevantní výpočet „underpricingu“, kde za P_1 bylo dosažena tržní hodnota na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu. Lze tedy konstatovat, že společnosti Stock Sprits Group se nedotkl implicitní náklad v podobě podhodnocení emisního kurzu akcie a zároveň primární emise neměla negativní vliv na původní akcionáře. Jinak řečeno v případě absence podhodnocení emisního kurzu společnost získala požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu akcií bez oslabení vlivu původních akcionářů ve společnosti.



Obr. 12 Výše underpricingu u vybraných společností, vlastní zpracování

Na obrázku je vyčíslena výše underpricingu, které postihly zmíněné společnosti v souvislosti s primární emisí akcií. Jak bylo zmíněno výše, nejvíce se tento implicitní náklad dotkl společnosti ECM. Avšak společnost Stock Spirits Group se underpricing nedotkl, naopak se jedná o overpricing (nadhodnocení emisního kurzu). Společnost AAA dosahuje nulové hodnoty „underpricingu“.

7.3 Dílčí závěr

Poptávka investorů při úpisu akcií byla ve všech případech dostatečná, zpravidla převyšovala nabídku. Úpisovací cena obvykle dosáhla horní hranice rozpětí nabídkové ceny. Ve všech případech byla dokonce v rámci nabídky resp. bezprostředně po ní uplatněna over-allotment (greenshoe) opce, která umožňuje nadlimitní úpis akcií v případě převisu poptávky. U většiny emisí přitom byla zaznamenána silná a velmi kvalitní poptávka od zahraničních institucionálních investorů, kteří se v rámci neveřejného mezinárodního umístění stali hlavními upisovateli emise. Sekundárním trhem pro úpis akcií společností byla ve všech popsanych případech burza cenných papírů Praha, a.s. a v některých případech byly akcie duálně kótovány na burzách v zahraničí (London Stock Exchange či Varšava) a to v těch zemích, kde sídlí institucionální investoři, kteří se významně podíleli na úpisu.

Pokud jde o finanční aspekty realizace IPO, analyzované podniky se shodují na tom, že prvotní veřejná nabídka akcií je spojena s vysokými výdaji za externí poradce, za interní lidské zdroje a za interní procesy ve firmě. Emitenti zdůrazňují, že náklady na IPO, které jsou vyjádřeny procentuálně z objemu emise, nepředstavují jednorázově vynaloženou odměnu za získání finančních zdrojů jako je tomu v pří-

padě úvěrového financování. Emitující společnosti v souladu s teoretickými přístupy uvedly, že za hlavní nákladové položky jsou považovány poplatky manažerovi emise, právním poradcům, finančním auditorům, poplatky za přijetí akcií k obchodování, poplatky regulatorním orgánům a náklady spojené s prezentací IPO investorům (road show). Zavedení nových procesů v podniku jsou dalšími nezbytnými výdaji, které jsou spojeny s povinností společnosti informovat veřejnost. V souvislosti s podhodnocením emisního kurzu manažeri emise uvádějí, že možnost realizace nadprůměrných zisků během prvního dne obchodování s akciami na sekundárním trhu, přitahuje zájem médií a v neposlední řadě zvyšuje publicitu emitenta. Underpricing byl v případě výše analyzovaných společností brán jako nástroj ke zvýšení pravděpodobnosti úspěchu IPO, nežli jako implicitní náklad. Je tedy možné konstatovat, že underpricing, který je považován za nepřímý náklad dle většiny literatur, snaha o jeho snižování nemusí stát vždy v popředí zájmu emitentů. (Meluzín, 2009)

Avšak u společnosti Stock Spirits Group došlo od okamžiku uvedení akcií na trh ke snížení tržní ceny, pod emisní cenu, což znamená, že poptávka nepřevyšovala nabídku, jako v případě výše analyzovaných společností. Avšak tato skutečnost pravděpodobně neznamenal, že by se o společnost snížil zájem ze strany médií. V následujících dnech se cena stabilizovala na stejné úrovni, jako byla stanovena emisní cena. Po deseti dnech od uvedení akcií na kapitálový trh, došlo k růstu tržní ceny akcií, což způsobilo „underpricing“ v případě využití druhé metody jeho výpočtu.

8 Diskuze

Emitující společnosti¹⁴, v souladu s literaturou zabývající se problematikou IPO uvedly, že jedním z hlavních důvodů pro její realizaci bylo získání potřebného kapitálu bez nutnosti jeho splácení. To jim následně umožnilo optimalizovat kapitálovou strukturu a snížit tak náklady na získání dalšího kapitálu, zejména dluhového charakteru. Společnosti, které již v minulosti realizovaly IPO, si nejvíce cení toho, že se staly důvěryhodnější v očích bankovních institucí a tudíž jim nabídly výhodnější úvěrové podmínky a to za nižší úrokovou sazbu, než před realizací IPO. Se vstupem společnosti na burzu se obvykle zvyšuje publicita společnosti a přímá či nepřímá znalost nabídky produktů, které společnost vyrábí a nabízí. V konečném výsledku to má pozitivní dopad na goodwill a reputaci společnosti.

Likvidita trhu je důležitým faktorem při rozhodování společnosti, na jaký akciový trh se rozhodne vstoupit, protože důležitým úkolem je prodat veškeré emitované akcie. Je také pro společnosti lepší vyhledávat trhy, na kterých je registrováno více podobných společností, protože se v daném oboru vyznají analytici, investoři a ostatní zainteresované subjekty.

Meluzín (2009) uvádí, že jak z pohledu cash-flow, tak z pohledu výsledku hospodaření se IPO jeví jako výhodnější forma financování než bankovní úvěr, s čímž autorka práce souhlasí, ať už z důvodu absence vysokého zadlužení nebo nutnosti pravidelného splácení určité části dluhu. V případě využití dluhového financování, společnost musí pravidelně splácet část úvěru, čímž jí vznikají úrokové náklady, které snižují zisk před zdaněním, tudíž společnost bude vykazovat nižší výsledek hospodaření, než společnost, která se rozhodla pro realizaci IPO. Tento hospodářský výsledek má však vliv na původní akcionáře.¹⁵

IPO s sebou nese jednorázové náklady oproti dluhovému financování, které je spojeno s pravidelnými platbami (úrok a úmor). V prvním roce se tedy tyto nemalé jednorázové náklady spojené s IPO projeví v hospodářském výsledku, který bude nižší, avšak od druhého roku od realizace IPO bude tento výsledek hospodaření pravděpodobně vyšší z důvodu absence nákladových úroků. Pokud se společnost rozhodne pro IPO, spíše než pro bankovní úvěr, nevykazuje společnost každoroční nákladové úroky, které by snižovaly výsledek hospodaření. Tudíž bude tato společnost mít pravděpodobně vyšší zisk po zdanění nežli společnost, která čerpá bankovní úvěr.¹⁶

Podstatnou roli při srovnání těchto dvou způsobů financování může být uveden faktor času. Lze říci, že při využití dluhového financování, bude mít společnost za podstatně kratší dobu k dispozici požadovanou sumu, než v případě vstupu společnosti na burzu. Faktor času může být pro některé společnosti právě tím rozhodujícím, v případě, že se společnost potýká se současným problémem nedostatku

¹⁴ Zentiva, ECM, Pegas, AAA Auto, VGP a NWR

¹⁵ Akcionářům jsou na základě výsledku hospodaření vypláceny dividendy.

¹⁶ Jsou uvažovány konstantní tržby, jako kdyby společnost čerpala úvěr, nicméně nelze jednoznačně určit pozitivní vliv na akcionáře, respektive EPS z důvodu navyšování celkového počtu akcií.

hotovosti. V příloze je uvedena tabulka, která sumarizuje celkovou dobu, která je spojena s realizací IPO.

Může být diskutabilní, zda by autorka práce při srovnání dluhového a ekvitního financování, měla brát jako „náklad“ v případě realizace IPO, dividendy vyplacené svým akcionářům. Ježek (2004) uvádí, že právo akcionářů podílet se na zisku společnosti je naplněno výplatou dividend, které se dají považovat za náklad plynoucí z volby – jít si pro kapitál na akciový trh. Na rozdíl od výplaty úroků spojených s bankovním úvěrem, dividendy nejsou daňově uznatelným nákladem, dochází tak k dvojímu zdanění.¹⁷

Avšak o tom zda společnost bude vyplácet dividendy, rozhoduje valná hromada a zpravidla se tak děje na návrh managementu. Dividendová politika společnosti Stock Spirit Group je nastavena takovým způsobem, že společnost vyplácí dividendu dvakrát ročně. Tedy celková dividendy se skládá z mezitímní a konečné dividendy. Mezitímní dividendy tvoří jednu třetinu a konečná dividendy zbylé dvě třetiny z celkové výše dividendy.

Pokud by však společnost měla v plánu, respektive měla příležitost k realizaci výhodných investičních projektů, které by jí v konečném důsledku zvýšily její hodnotu, společnost by pravděpodobně nevyplatila podíl na zisku v podobě dividend v tomto roce. Použila by tyto volné peněžní prostředky k reinvestici, která by v konečném důsledku měla zvýšit hodnotu společnosti. Akcionáři by dostali vyplacen vyšší podíl na zisku v až v dalších letech, respektive by jim byla vyplacena vyšší dividendy na akcii (DPS).

Bloomberg, dle konsenzu analytiků uvedl odhady DPS pro následující roky.

Tab. 15 Dividendová politika společnosti Stock Spirits Group

Rok	DPS (dividenda na akcii) v EUR	Celková výše (mil. EUR)
2014	0,0375	0,83
2015	0,038	0,84
2016	0,052	1,15
2017	0,060	1,32

Zdroj: Bloomberg

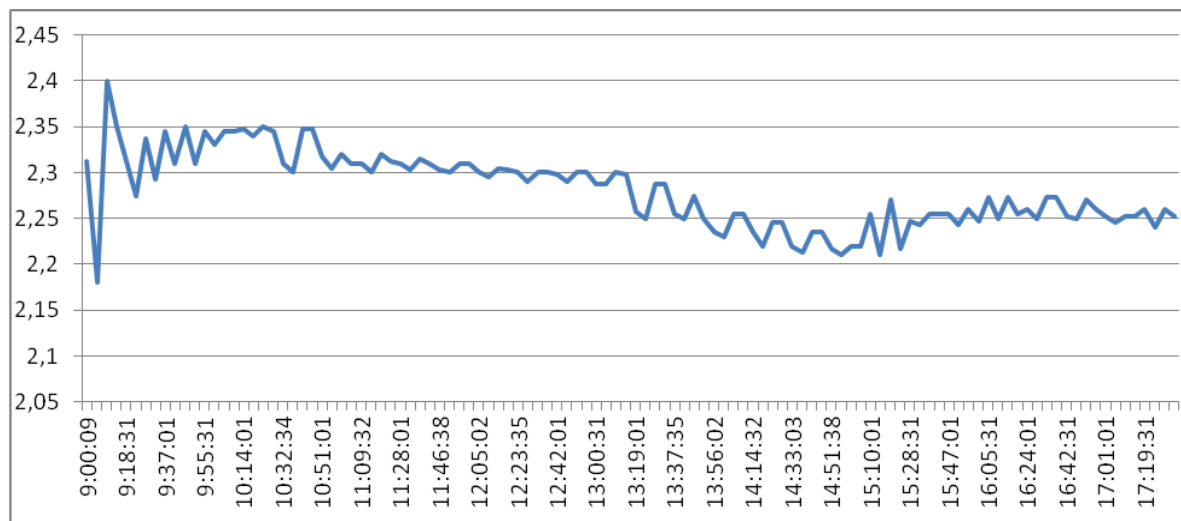
Tabulka obsahuje výši dividendy na akcii v jednotlivých letech, jedná se o součet mezitímní a konečné dividendy. V případě, kdy uvažujeme, že společnost realizací IPO získala od nových akcionářů 61,3 mil. EUR, tím že vydala 22,1 mil. kusů nových akcií, představuje to pro ni odtok peněžních prostředků ve výši, kterou uvádí tabulka výše. Z tabulky je patrná rostoucí výše každoročně vyplacených dividend, což může být důsledkem růstu hodnoty společnosti a to především díky získaným peněžním prostředkům z minulosti realizovaného IPO. Na druhou stranu, kdyby společnost nerealizovala IPO v minulosti, nevznikly by jí tyto odtoky peněz, avšak by musela platit pravidelnou částku v podobě úrokových nákladů, bez ohledu na to,

¹⁷ Podíly na zisku podléhají srážkové dani ve výši 15%

zda dosahuje zisku či nikoliv. Je nutné také zmínit, že společnosti, které mají nastavenou aktivní dividendovou politiku, jsou atraktivní pro potenciální investory, kteří nakupují akcie s cílem zhodnocení svých vložených prostředků do společnosti v podobě dividend, tudíž by tyto společnosti neměly mít problémy s obstaráním dodatečných zdrojů, a to například prostřednictvím dalšího úpisu akcií (SEO).

V praktické části práce byl uveden teoretická situace, kdy společnost Stock Spirits Group čerpala bankovní úvěr na dobu pěti let ve srovnatelné výši, v jaké získala zdroje z emise nově emitovaných akcií. Je však otázkou a záleží na každé společnosti, jaký způsob splácení si s vybranou bankovní institucí sjedná ve své smlouvě. Autorka práce uvažovala anuitu, což je typický příklad. Avšak je možné, že se společnost rozhodne pro degresivní splácení úvěru, což bude mít vliv na vyčíslení celkové výše úrokových nákladů, avšak je velice málo pravděpodobné, že by to změnilo celkový závěr této práce.

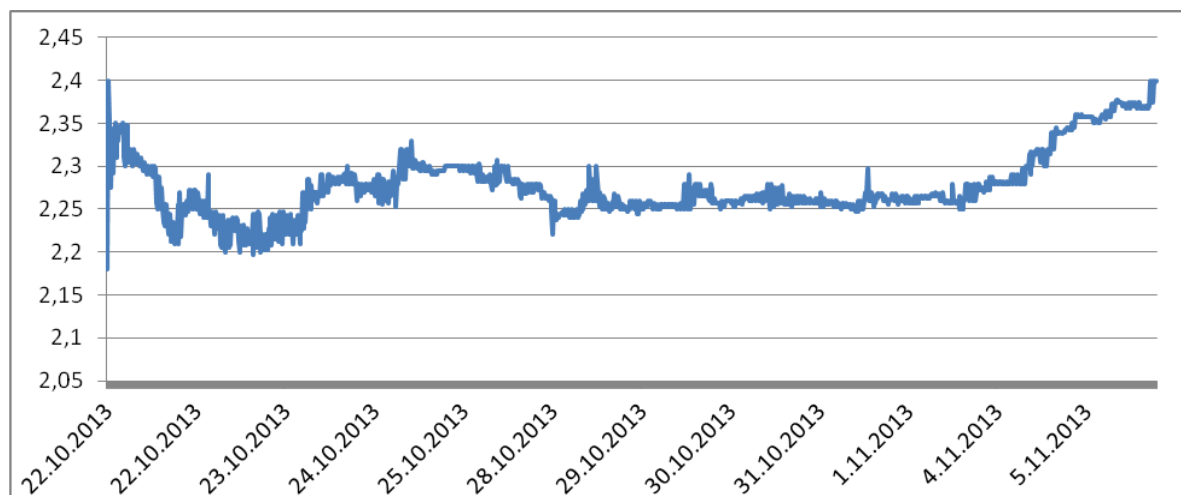
Autorka práce se také věnovala problematice underpricingu, jehož hodnota byla vypočtena pro společnost Stock Spirits Group dvojím způsobem, jelikož se autoři neshodují na jednoznačné metodě jeho výpočtu. Obrázek níže udává přehled o vývoji tržní ceny akcií prvního dne obchodování na London Stock Exchange. Emisní cena byla stanovena na úrovni 2,35 GBP za akcii. Z obrázku je patrný klesající trend vývoje tohoto kurzu, což vede ke vzniku „overpricingu“, při použití vzorce (3) pro výpočet podhodnocení emisního kurzu způsobem, kdy za P_1 byla dosazena hodnota na konci prvního dne obchodování. Tuto metodu upřednostňují autoři Ljungqvist (1997), Ritter a Welch (2002), Loughran (2003). Kdyby došlo k opačné situaci, a to růstu tržní ceny akcií, společnost by zaznamenala „nepřímý náklad“ v podobě undepricingu, v tomto případě však obrázek dokazuje, že se společnosti tento náklad nedotkl.



Obr. 13 Vývoj kurzu první den obchodování 22. 10. 2013 na LSE, zdroj: Bloomberg

Uhlir (1989), Carter, Manaster (1990) považují za přesněji vypovídající situaci, kdy při využití vzorce (3) je za hodnotu P_1 dosazena tržní cena akcií po dvou týdnech

obchodování na sekundárním trhu, avšak autorka práce se s tímto názorem neztotožňuje. Je docela diskutabilní, proč právě 14 dní a ne třeba tři týdny nebo měsíc. Podobný vývoj tržní ceny akcií společnosti Stock Spirits Group, avšak po dobu 14 dní, poskytne níže uvedený obrázek.



Obr. 14 Vývoj tržní ceny akcií společnosti Stock Spirits Group po dobu 14 dnů, zdroj: Bloomberg

Obrázek 14 znázorňuje vývoj tržní ceny akcií po uvedení na akciový trh LSE po dobu 14 dní, tedy od 22. října 2013 do 5. listopadu 2013. Z grafu je patrný pokles tržní ceny první den obchodování, tedy poptávka nepřevyšovala nabídku, jak tomu bylo v případě výše analyzovaných společností (AAA Auto, Pegas aj.) a cena po uvedení na trh klesala k úrovni 2,2 GBP. Již tato skutečnost udává obraz o tom, že se tu „underpricing“ opravdu nevyskytoval. V následujících dnech se cena stabilizovala a po deseti dnech začala mírně růst k úrovni 2,4 GBP. Tato skutečnost vysvětluje opačný výsledek v případě toho, že by za P_1 byla dosazena tržní cena akcie po dvou týdnech obchodování na sekundárním trhu. Obrázek znázorňuje vývoj akcií společnosti Stock Spirits Group na London Stock Exchange, lze však říci, že vývoj na pražské burze kopíroval vývoj v Londýně. Tento obrázek dává důkaz toho, že se společnosti nepřímý náklad v podobě „underpringu“ nedotkl a že doba 14 dní od prvního obchodního dne není ničím opodstatněná. Proto autorka práce souhlasí s autory Ljungqvist (1997), Ritter a Welch (2002), Loughran (2003), kteří při vyjádření underpricingu dosazují do vzorce za P_1 tržní cenu akcie na konci prvního dne obchodování na sekundárním trhu.

Získání peněžních prostředků formou IPO není na rozdíl od využití dluhového financování účelově vázán, což umožňuje společnosti pružně reagovat na měnící se podmínky na trhu. Přes nespočet výhod, které autorka práce uvedla, se forma financování prostřednictvím úpisu nových akcií v prostředí českých podniků nevyskytuje. Publikací na toto téma je několik. Příkladem je literární dílo Meluzín, Zinecker (2009), jehož autoři se věnují analýze příčin nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice. Jedním z hlavních problémů je právě informační povinnost jednotlivých emitentů a administrativní náležitosti s tím spo-

jeným, čemuž se čeští konzervativní manažeři při financování bankovním úvěrem vyhnou. Yosha (1995) ve svém výzkumu došel k závěru, že i když jsou náklady spojené s realizací IPO přiměřeně vysoké, společnosti citlivé na zveřejňování informací se často rozhodnou pro nerealizaci IPO z důvodu pravidelné informační povinnosti, která s sebou přináší riziko odhalení důležitých podnikatelských záměrů konkurencí. Ani období nízkých úrokových sazeb podpoře rozvoje českého kapitálového trhu nepřidávají.

Autorka práce doufá, že bude každoročně přibývat počet kotovaných společností na pražské burze. Ke zvýšení likvidity pražské burzy může přispět IPO společnosti Kofola či apel současného ministra financí Andreje Babiše, některé ze státních firem jako např. Lesy ČR a jiné skrz tuzemský kapitálový trh privatizovat. Zda tento krok bude tím pravým impulsem pro další velké společnosti, ukáže teprve čas. Osobně bych si to přála, už jen z důvodů, uvedených v mé diplomové práci.

9 Závěr

Cílem práce bylo porovnat dva způsoby financování vybrané společnosti – dluhové financování a ekvitní financování a to na základě čtyř zvolených kritérií: náklady, PR a marketing, zadluženost a autonomie. Dílčím cílem této práce bylo vyhodnocení underpricingu na příkladu vybrané společnosti a porovnání tohoto underpricingu s jinými společnostmi, které v minulosti realizovaly IPO formou listingu resp. duálního listingu. Výše underpricingu byla pro vybranou společnost vypočtena na základě dvou zvolených metod. Důvodem výběru této společnosti byl především fakt, že společnost hodlala část výnosu z IPO použít na snížení dluhu společnosti. To je dobrým předpokladem pro to, aby mohlo být porovnáno dluhové a ekvitní financování této společnosti.

V praktické části byly podrobně srovnány náklady na dluhové financování pro společnost Stock Spirits Group a náklady na realizovaný primární úpis akcií na London Stock Exchange. Na základě zjištěných výsledků práce lze konstatovat, že pro tuto společnost je výhodnější ekvitní financování, a to nejen z důvodu nákladů, ale také z důvodu možného zvýšení zájmu médií o tuto společnost. Společnost si formou IPO navýšila vlastní kapitál, což mělo pozitivní dopad na celkovou zadluženost podniku. Výrazně se společnosti vyrovnal poměr mezi vlastním kapitálem a celkovými závazky. Lze říci, že tato skutečnost je pozitivní nejenom pro společnost samotnou, ale také pro její věřitele a to především bankovní instituce. Při srovnání dluhového a ekvitního způsobu financování dle posledního kritéria a to autonomie, se nedá v tomto případě tvrdit, že by pro společnost vstup na kapitálový trh představoval obavy ze ztráty rozhodovací pravomoci. Vzhledem k tomu, že akcie byly rozprodány investorům takovým způsobem, že žádný z nich nezískal významný podíl ve společnosti, obavy ze ztráty autonomie, tedy nejsou opodstatněné.

V druhé polovině praktické části se autorka zaměřila na problematiku „underpricingu“. Podhodnocení emisního kurzu akcií společnosti Stock Spirits Group bylo vypočteno na základě dvou zvolených metod. V případě využití první metody výpočtu underpricingu bylo zjištěno, že se společnosti nepřímý náklad v podobě podhodnocení emisního kurzu nedotkl a to z toho důvodu, že závěrečná tržní cena prvního dne obchodování na London Stock Exchange dosáhla nižší úrovně, než byla stanovena emisní cena akcií. Společnost Stock Spirits Group de facto získala při svém primárním úpisu akcií více peněžních prostředků.

Při využití druhé metody výpočtu byl získán opačný výsledek. Druhá metoda výpočtu, pro kterou je relevantní tržní cena na konci druhého týdne obchodování na sekundárním trhu, nebyla autorkou práce vyhodnocena jako dostatečně odůvodněná. Proto finálním stanoviskem, co se týká underpricingu, je tvrzení, že se společnosti Stock Spirits Group nepřímý náklad v podobě podhodnocení emisního kurzu nedotkl. Z analýzy vybraných společností autorka práce došla k závěru, že většina společností, které byly kótovány na pražské burze, dosáhly určitého procenta podhodnocení. Nulového podhodnocení dosáhla společnost AAA Auto a největšího underpricingu emise společnosti ECM.

Obecně se nedá říci, zda je ekvitní financování výhodnější či naopak, jelikož záleží na mnoha faktorech současně. Samozřejmě záleží na tom, pro jak velký objem emise se společnost rozhodne, protože jak bylo zmíněno výše s rostoucím objemem emise náklady procentuelně klesají. Dalším faktorem je výběr trhu, který má vliv na úspěšné upsání emise. Každý trh má nastavenou odlišnou velikost poplatků. Každá společnost vykazuje jinou míru zadlužení, což má vliv na úvěrové podmínky, za kterých by byl společnosti poskytnut úvěr. Obecně platné pravidlo pro všechny společnosti není možné definovat.

V případě další, v budoucnosti realizované expanze společnosti Stock Spirits Group či realizace nejrůznějších investičních projektů, vzhledem ke zjištěným výsledkům primární emise, by autorka práce doporučila společnosti dodatečnou emisi akcií (SEO). Jde o situaci, kdy společnost emituje další balík akcií a získává prostředky od dalších investorů, avšak už se nejedná o primární úpis ale sekundární. Důvodem této volby je skutečnost, že se společnosti nezvýší míra zadlužení a zůstane transparentní.

10 Literatura

BREALEY, Richard A. *Teorie a praxe firemních financí*. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2000, xix, 1064 s. Business books (Computer Press). ISBN 80-7226-189-4.

BROWN, Stanley A. *Customer relationship management: a strategic imperative in the world of e-business*. New York: John Wiley & Sons Canada, c2000, xxviii, 345 p. ISBN 0471644099.

BUDÍK, Josef. *Komerční a investiční bankovníctví v zemích EU*. 1. vyd. Praha: Eu-press, 2004, 67 s. ISBN 80-86754-21-9.

CAVIGLIA, G. *Key features of the financial sectors EU accession countries*. European Central Bank, 2002

ČERNÍKOVÁ, Martina a Šárka HYBLEROVÁ. *Finanční řízení environmentálních investičních projektů*. Vyd. 1. Liberec: VÚTS, 2009, 128 s. ISBN 978-80-87184-09-7.

ČÍŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí: kapitálový trh a podnikové financování v České republice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.

CHYLÍK, Lukáš. *HISTORICKÝ VÝVOJ A AKTUÁLNÍ SITUACE NA POLSKÉM AKCIOVÉM TRHU* [online]. 2010, 2015-11-23 [cit. 2015-11-23]. Dostupné z: <http://www.opf.slu.cz/aak/2011/01/chylik.pdf>

JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha: Komise pro cenné papíry, c2004, 80 s. ISBN 80-239-2193-2.

KALINOVÁ, Miluše. *Právní základy finančních služeb*. 3. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2007, viii s., s. 11-364. ISBN 978-80-7265-117-7.

LEITNER, Antonín. *Finanční krize*. V Praze: Oeconomica, 2003, 232 s.

LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. Vyd. 1. Praha: HZ Editio, 2001, 169 s. ISBN 80-86009-36-x.

- MELUZÍN, Tomáš. *Teorie a praxe financování podniku formou IPO v podmínkách regionu CEE: The theory and practice of company financing through IPOS in the CEE region : teze habilitační práce*. Brno: VUTIUM, 2011, 34 s. ISBN 978-80-214-4269-6.
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. 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.
- MELUZÍN, Tomáš. *Problematika financování podniků prostřednictvím "Initial Public Offering": Problems of company financing via "Initial Public Offering" : zkrácená verze Ph.D. Thesis*. [V Brně: Vysoké učení technické], c2008, 30 s. ISBN 978-80-214-3596-4.
- NÝVLTOVÁ, Romana. *Podnik a kapitálový trh: kapitálový trh a podnikové financování v České republice*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009, 206 s. ISBN 978-80-7204-673-7.
- PAVELKA, František, Dagmar BARDOVÁ a Radka OPLTOVÁ. *Úvěrové obchody*. 2. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2008, iv, 279 s. ISBN 978-80-7265-140-5.
- POLIDAR, Vojtěch. *Management úvěrových obchodů bank*. 1. vyd. Praha: Economia, 1991, 264 s. Knihnice Hospodářských novin. ISBN 80-853-7803-5.
- PROSTĚJOVSKÁ, Zita a Eduard HROMADA. *Investiční projekty spolufinancované z prostředků EU: podnikatelský servis : pomůcky k činnosti autorizovaných osob*. 1. vyd. Praha: Pro Českou komoru autorizovaných inženýrů a techniků činných ve výstavbě vydává Informační centrum ČKAIT, 2007, 59 s. Metodické pomůcky k činnosti autorizovaných osob. ISBN 978-80-87093-59-7.
- REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2001, xiii, 257 s. ISBN 80-7226-571-7.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 2. vyd. Praha: Management Press, 1997, 620 s. ISBN 80-85943-49-2

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 142 s. ISBN 978-80-247-1835-4.

STRÝČKOVÁ, Lenka a Josef HORÁK. *Potenciál vybraných zdrojů financování podniku: monografie*. Vyd. 1. V Liberci, 2012, 80 s. ISBN 978-80-7372-919-6.

ŠIMAN, Josef a Petr PETERA. *Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2010, xvii, 192 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-117-8.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001, 447 s. ISBN 80-86119-38-6.

WITZANY, Jiří. *Credit risk management and modeling*. Ed. 1st. Praha: Oeconomica, 2010, 212 s. Odborná kniha s vědeckou redakcí. ISBN 978-80-245-1682-0.

LEGISLATIVA

Zákon č. 256/2004 Sb.: o podnikání na kapitálovém trhu. In: . 2004

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích: Akcie a jiné cenné papíry vydávané akciovou společností. In: . Praha.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. In: . Praha.

ELEKTRONICKÉ

AAA AUTO: prospekt emitenta [online]. [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/prospekt-emitenta/article.html?id=31774>

BLOOMBERG: europe [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/markets>

Burza cenných papírů Praha: Profil burzy [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>

Burza cenných papírů Praha: Profil burzy [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>

Burza cenných papírů Praha: IPO: Nová kapitola Vašeho úspěchu [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <ftp://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/IPO/IPO-brozura.pdf>

CEESEG: CEESEG - The CEE Stock Exchange Group [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.ceeseg.com/about/>

Česká národní banka: Databáze časových řad ARAD [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=1787&p_uka=1%2C3%2C4&p_strid=AABBAG&p_od=199301&p_do=201508&p_lang=CS&p_format=4&p_decsep=%2C

ČSOB: úvěrové obchodní podmínky [online]. 2015 [cit. 2015-12-14]. Dostupné z: <https://www.csob.cz/portal/documents/10710/158765/uverove-obchodni-podminky.pdf>

FESE: FESE IPO database [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.fese.eu/fese-ipo-database>

IDNES: Analýza příčin nerealizování IPO v ČR od Komise. Idnes.cz [online]. Praha, 2001 [cit. 2015-11-30]. Dostupné z: http://finance.idnes.cz/analyza-pricin-nerealizovani-ipo-v-cr-od-komise-frw-/inv.aspx?c=A010302_173924_fi_osobni_1449

Komerční banka: Úvěr na investice v Kč a cizí měně [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.kb.cz/cs/firmy/firmy-s-obratem-pod-60-milionu/financovani/uver-na-investice-v-kc-a-cizi-mene.shtml>

MELUZÍN, Tomáš. © 2009 Published by VŠB-TU Ostrava. All rights reserved. ER-CEREI, Volume 12: 129–140 (2009). ISSN 1212-3951 doi:10.7327/cerei.2009.09.03 Komparace nákladů na realizaci IPO na vybraných akciových trzích. *Www.ekf.vsb.cz* [online]. Ekonomická revue [cit. 2015-12-21]. Brokerjet: produkty a služby. *Www.brokerjet.cz* [online]. Praha: Marek Guth, 2006, 2015 [cit. 2015-11-09]. Dostupné z: https://www.brokerjet.cz/about_brokerjet/promotions/ECM_prirucky.phtml

NASDAQ: initial public offering [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/i/initial-public-offering>

newworldresources: IPO prospectus [online]. [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: <http://www.newworldresources.eu/en/investors/ipo-documents>

PATRIA: Pražská burza koncem listopadu přejde na obchodní systém Xetra. Co vše se změní? [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2202743/prazska-burza-koncem-listopadu-prejde-na-obchodni-system-xetra-co-vse-se-zmeni.html>

PATRIA: Výrobce lihovin Stock Spirits zítra vstoupí i na burzu v Praze [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2467852/vyrobce-lihovin-stock-spirits-zitra-vstoupi-i-na-burzu-v-praze.html>

PATRIA: IPO [online]. [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1112939/spolecnost-vgp-v-ipo-alokovala-358-mil-akcii.html?contentE643E331pgi=8>

PEGAS: IPO. Www.pegas.cz [online]. [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: http://www.pegas.cz/Data/files/tiskove%20centrum/monitoring%20tisku/133_15_12_2006_IPO%20PEGAS%20Nonwovens%20skon%C4%8Dilo_cena%2027%20EUR%20=%20751%20K%C4%8D%20emise%204x%20p%C5%99eups%C3%A1na.pdf

RM-system: Burzovní aukce. Www.rmsystem.cz [online]. Praha, 2008 [cit. 2015-11-26]. Dostupné z: <http://www.rmsystem.cz/burza-sluzby/obchodni-system/burzovni-aukce>

Stock Spirits Group: About us [online]. [cit. 2015-12-21]. Dostupné z: <http://www.stockspirits.com/index.asp?pageid=2>

STOCK SPIRITS GROUP: investors [online]. 2014 [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: <http://www.stockspirits.com/index.asp?pageid=273>

STOCK SPIRITS GROUP: prospekt [online]. 2014 [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: http://www.stockspirits.com/files/pdf/stock_spirits_prospectus.pdf

STOCK SPIRITS GROUP: výroční zpráva 2013 [online]. 2013 [cit. 2015-12-10]. Dostupné z: <http://www.stockspirits.com/index.asp?pageid=49&newsid=75>

svse.sweb: FINANČNÍ MATEMATIKA V OSOBNÍCH A RODINNÝCH FINANCÍCH. *Www.svese.sweb.cz* [online]. Znojmo, 2014 [cit. 2015-11-28]. Dostupné z: <http://svse.sweb.cz/materialy/uvery.pdf>

Přílohy

A Časová náročnost zahájení IPO

Činnost a úkony	Doba realizace (kumulativně v měsících)
1) Pozvánka na jednání valné hromady	1
2) Zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do OR	2 - 8
3) Schválení prospektu komisí, přidělení ISIN	3 - 9
4) Uveřejnění prospektu emitenta	6 - 12
5) Ukončení prospektu upisování akcií	7 - 13
6) Podání návrhu na zápis zvýšeného základního kapitálu do OR	7 - 19
7) Zápis o zvýšení základního kapitálu do OR	7 - 19
8) Vydání nových akcií	7 - 19
9) Zaknihování akcií v SCP	8 - 20
10) Podání žádosti o přijetí k obchodování na veřejném trhu	10 - 22
11) Oznámení o přijetí na veřejný trh	10 - 22

Zdroj: vlastní zpracování na základě Nejedlý, analýza příčin nerealizování IPO v ČR od komise pro cenné papíry