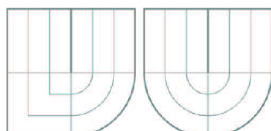




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY



FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

PROBLEMATIKA FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ PROSTŘEDNICTVÍM „INITIAL PUBLIC OFFERING“

PROBLEMS OF COMPANY FINANCING VIA INITIAL PUBLIC OFFERING

DISERTAČNÍ PRÁCE
PH.D. THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Ing. TOMÁŠ MELUZÍN

ŠKOLITEL
SUPERVISOR

Ing. JAROSLAV VAŠEK, CSc.

BRNO 2007

LICENČNÍ SMLOUVA POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Ing. Tomáš Meluzín

Bytem: Božetěchova 89, 612 00 Brno

Narozen/a (datum a místo): 21. 6. 1980 v Brně

(dále jen „autor“)

a

2. Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská

se sídlem v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno

jejímž jménem jedná na základě písemného pověření děkanem fakulty:

doc. Ing. Vojtěch Koráb, Dr., MBA

(dále jen „nabyvatel“)

Čl. 1

Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):
 - disertační práce (dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP:	Problematika financování podniků prostřednictvím „Initial Public Offering“
Vedoucí/ školitel VŠKP:	Ing. Jaroslav Vašek, CSc.
Ústav:	Ústav ekonomiky
Datum obhajoby VŠKP:	8. 2. 2008

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v*:

- tištěné formě – počet exemplářů 5
- elektronické formě – počet exemplářů 1

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

* hodící se zaškrtněte

Článek 2

Udělení licenčního oprávnění

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
 - ihned po uzavření této smlouvy
(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/ 1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

Článek 3

Závěrečná ustanovení

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne: 20. 12. 2007

.....
Nabyvatel

.....
Autor

Resumé

Předložená disertační práce se zabývá problematikou prvotních veřejných nabídek akcií (angl. *Initial Public Offering*, ve zkratce IPO) na českém kapitálovém trhu. Financování rozvoje společnosti prostřednictvím prvotních veřejných nabídek akcií má ve světě, na rozdíl od České republiky, velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičnímu způsobu získávání peněžních prostředků potřebných pro rozvoj podnikání. Bez možnosti získat potřebný kapitál tímto způsobem by měl světový finanční systém, a tím pádem i systém ekonomický, jinou podobu, než kterou má v současnosti.

Vzhledem k tomu, že v podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financovat rozvoj podniku prostřednictvím IPO, je disertační práce zaměřena na vytvoření uceleného pohledu na problematiku prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu a získání nových poznatků v této oblasti. Za tímto účelem je disertační práce rozdělena na část teoretickou a praktickou.

V teoretické části disertační práce je provedena analýza současného stavu vědeckého poznání v oblasti prvotních veřejných nabídek akcií, která se opírá především o zahraniční literární zdroje, neboť v tuzemské literatuře lze o problematice týkající se IPO nalézt jen omezené množství informací. V rámci zpracované analýzy je vymezen pojem „*Initial Public Offering*“ a navržen jeho český ekvivalent, dále jsou posouzeny výhody a nevýhody, které jsou s touto formou financování spojeny, následuje popis vývoje prvotních veřejných nabídek akcií na zahraničních trzích a v neposlední řadě je vysvětlena jejich cyklická povaha. Jsou zde rovněž charakterizovány specifické fenomény, které jsou spojeny s prvotními veřejnými nabídkami akcií na rozvinutých trzích. Další část je věnována analýze všech významných nákladů, které jsou s IPO spojeny.

V praktické části práce, která je zaměřena na český kapitálový trh, jsou určeny hlavní předpoklady pro realizaci IPO i její postup. Dále je provedena komplexní analýza příčin nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice a jsou též představeny výsledky kvantitativního výzkumu, který byl zaměřen na zjištění příčin nízkého zájmu podniků o financování svého rozvoje touto formou. Následuje zhodnocení dosud uskutečněných prvotních veřejných nabídek akcií v České republice a představení výsledků kvalitativního výzkumu jednotlivých emitentů. V závěru je shrnuta zkoumaná problematika a jsou nastíněny perspektivy jejího další vývoje.

Abstract

The present PhD thesis deals with initial public offerings (IPOs) on the Czech capital market. Unlike the Czech Republic, financing company activities through IPOs is widespread globally and advanced capital markets utilize IPOs as a traditional means of raising funds for further enterprise development. If there were no chance to raise capital this way, the international financial system, and thereby also the economic system, would be different from what they are today.

Considering that it is not common to finance enterprise development through IPOs on the Czech capital market, the thesis focuses on creating a comprehensive view of the issue of IPOs on the Czech market and aims to acquire new information in this field. This is why the thesis is divided into theoretical and practical sections.

The theoretical section provides an analysis of the state of the art in the sphere of IPOs that is based on foreign literature since Czech literature offers only limited information regarding IPOs. As part of the analysis, the term 'initial public offering' is defined and its Czech equivalent is proposed. The analysis further comprises the advantages and disadvantages linked to this type of financing, it describes the development of IPOs on foreign markets and, last but not least, it explains the cyclical character of IPOs. Specific phenomena accompanying IPOs in advanced markets are defined here. These are underpricing of issues and long-term lower performance of issuers in the post-IPO period. Another part of the theoretical section analyzes all significant costs related to IPOs.

The practical section of the thesis, which focuses on the Czech capital market, determines major prerequisites for running an IPO as well as the way an IPO is done. A complex analysis of the causes behind the low number of IPOs in the Czech Republic is carried out and the results of quantitative research into the causes of little interest in financing enterprise development this way are presented. This is followed by an assessment of IPOs done in the Czech Republic so far and by introduction of the results of qualitative research examining particular issuers. In conclusion, the issue of IPOs is summed up and further perspectives of development are outlined.

Zusammenfassung

Der Untersuchungsgegenstand dieser Doktorarbeit liegt im Bereich der Unternehmensfinanzierung durch erstmalige Emissionen von Unternehmensanteilen (Aktien) an der Börse unter Bedingungen tschechischen Kapitalmarktes. Die Finanzierung der Unternehmensexpansionen durch erstmalige Emission von Aktien an der Börse besitzt auf den Kapitalmärkten hochentwickelter Industrieländer im Gegensatz zu den auf dem tschechischen Kapitalmarkt herrschenden Bedingungen eine bedeutende und traditionelle Rolle bei der Beschaffung von Finanzmitteln. In Anbetracht der Tatsache, dass die Unternehmensfinanzierung durch Erstemissionen von Aktien in der Tschechischen Republik eine eher seltene Form darstellt, steht im Mittelpunkt dieser Dissertationsschrift Erfassung, Beschreibung und Erklärung der Erstemissionen von Aktien auf dem tschechischen Kapitalmarkt und Erweiterung des bisherigen Erkenntnisstandes.

Im ersten Teil der Doktorarbeit wurde ein theoretisch konzeptioneller Bezugsrahmen auf dem Gebiet der Erstemissionen von Aktien entwickelt, der in Anbetracht der unzureichenden Wissensbasis in der tschechischen Fachliteratur insbesondere auf den ausländischen Informationsquellen basiert. Im analytischen Teil wird der Begriff „erstmalige Emission von Unternehmensanteilen“ abgegrenzt und ein tschechisches Äquivalent vorgeschlagen, anschließend werden Vor- und Nachteile dieser Form der Unternehmensfinanzierung bewertet. Danach wird die Entwicklung der Erstemissionen von Aktien auf den ausländischen Märkten beschrieben und der zyklische Verlauf dieser Erstemissionen erklärt. Weitere mit den Erstemissionen von Aktien auf den entwickelten Kapitalmärkten verbundene Erscheinungen werden gleichfalls analysiert. Weiter werden alle mit den Erstemissionen von Aktien verbundenen Kostenpositionen im Einzelnen besprochen.

Im empirischen Teil der Dissertationsschrift werden relevante Voraussetzungen für die Durchführung einer Erstemission von Aktien auf dem tschechischen Kapitalmarkt definiert. Es folgt eine Analyse der Ursachen für eine vergleichsweise geringe Zahl der Erstemissionen in der Tschechischen Republik. Anschließend werden Ergebnisse einer durchgeführten quantitativen Untersuchung über dieses Thema veröffentlicht. Danach werden bisher realisierte Erstemissionen von Aktien in der Tschechischen Republik bewertet und Ergebnisse einer qualitativen Untersuchung der Emittenten vorgestellt. In der Zusammenfassung werden unter anderem Perspektiven der künftigen Entwicklung erörtert.

Bibliografická citace disertační práce

MELUZÍN, T. *Problematika financování podniků prostřednictvím „Initial Public Offering“*. Brno, 2007. 180 s. Disertační práce na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně. Vedoucí disertační práce Jaroslav Vašek.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem disertační práci zpracoval samostatně na základě studia uvedené literatury a pod vedením svého školitele.

V Brně dne 20. prosince 2007

.....

Tomáš Meluzín

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval svému školiteli Ing. Jaroslavu Vaškovi, CSc. za cenné metodické a odborné rady, které mi poskytl jak v průběhu doktorského studia, tak při zpracování disertační práce.

Mé poděkování patří rovněž doc. Ing. Aleně Kocmanové, Ph.D., ředitelce Ústavu ekonomiky Fakulty podnikatelské VUT v Brně, která mi vytvořila vhodné studijní a pracovní podmínky pro zpracování této práce.

Na tomto místě bych chtěl rovněž poděkovat svým nejbližším, zejména své rodině a přítelkyni za stálou a hlubokou podporu v průběhu zpracování disertační práce i během celého doktorského studia.

Na závěr bych si dovolil vyjádřit své poděkování všem podnikům, které se podílely na primárním výzkumu této práce.

Obsah

1	ÚVOD	3
2	CÍLE DISERTAČNÍ PRÁCE	5
3	METODY ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	7
3.1	METODY LOGICKÉ	7
3.2	METODY EMPIRICKÉ	8
3.3	METODY ZALOŽENÉ NA MODELOVÁNÍ A ANALOGIL.....	9
4	PŘEHLED SOUČASNÉHO STAVU VĚDECKÉHO POZNÁNÍ.....	9
4.1	TEORETICKÉ VYMEZENÍ FINANČNÍHO TRHU A JEHO ČLENĚNÍ	9
4.1.1	Finanční trh a jeho postavení v ekonomickém systému.....	9
4.1.2	Členění finančního trhu	12
4.1.2.1	<i>Struktura trhu cenných papírů.....</i>	<i>14</i>
4.1.3	Význam kapitálového trhu pro českou ekonomiku	16
4.2	MOŽNOSTI FINANCOVÁNÍ ROZVOJE SPOLEČNOSTI V PODMÍNKÁCH SOUDOBÉHO FINANČNÍHO TRHU.....	18
4.2.1	Financování rozvoje společnosti z interních zdrojů.....	19
4.2.2	Financování rozvoje společnosti z externích zdrojů.....	20
4.2.2.1	<i>Financování z vlastních externích zdrojů.....</i>	<i>20</i>
4.2.2.2	<i>Financování z cizích externích zdrojů.....</i>	<i>22</i>
4.2.3	Shrnutí	25
4.3	PŘÍSTUPY K OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU	25
4.3.1	Geneze teorie kapitálové struktury	25
4.3.2	Teorie načasování trhu	26
4.4	FINANCOVÁNÍ ROZVOJE SPOLEČNOSTI PROSTŘEDNICTVÍM IPO.....	28
4.4.1	Vymezení pojmu „Initial Public Offering (IPO)“.....	28
4.4.2	Analýza vývoje prvotních veřejných nabídek akcií na světových trzích.....	32
4.4.2.1	<i>Americké trhy.....</i>	<i>36</i>
4.4.2.2	<i>Evropské trhy.....</i>	<i>38</i>
4.4.2.3	<i>Asijské a australské trhy.....</i>	<i>39</i>
4.4.3	Důvody pro uskutečnění IPO a s ní spojené výhody a nevýhody	40
4.4.4	Cyklické projevy prvotních veřejných nabídek akcií	45
4.4.5	Analýza specifických fenoménů spojených s IPO.....	49
4.4.5.1	<i>Podhodnocení emisního kurzu.....</i>	<i>49</i>
4.4.5.2	<i>Dlouhodobě nižší výkonnost emitentů po realizaci IPO</i>	<i>60</i>
4.4.6	Analýza nákladů spojených s IPO	68
4.4.6.1	<i>Realizační náklady.....</i>	<i>69</i>
4.4.6.2	<i>Náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií.....</i>	<i>77</i>
5	VÝZKUM FINANCOVÁNÍ FORMOU IPO NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU.....	80

5.1	STANOVENÍ PŘEDPOKLADŮ PRO REALIZACI IPO.....	80
5.1.1	Makroekonomické předpoklady	80
5.1.2	Mikroekonomické předpoklady	84
5.1.3	Požadavky na velikost a strukturu emise	89
5.2	VÝBĚR PARTNERŮ PRO PŘÍPRAVU IPO	91
5.3	NÁVRH POSTUPU PŘI REALIZACI IPO	95
5.3.1	Přípravná fáze	95
5.3.2	Realizační fáze	95
5.3.3	Post-realizační fáze	108
5.4	VÝZKUM PŘÍČIN NÍZKÉHO POČTU PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ V ČESKÉ REPUBLICE	114
5.4.1	Ekonomické příčiny	114
5.4.1.1	<i>Kupónová privatizace.....</i>	<i>115</i>
5.4.1.2	<i>Absence regulace kapitálového trhu a nízká ochrana investorů</i>	<i>117</i>
5.4.1.3	<i>Vliv bankovního sektoru</i>	<i>117</i>
5.4.1.4	<i>Vlastnická struktura podniků a přímé zahraniční investice</i>	<i>118</i>
5.4.1.5	<i>Celkový stav českého hospodářství.....</i>	<i>119</i>
5.4.2	Překážky legislativního charakteru	120
5.4.2.1	<i>Překážky v zákoně o cenných papírech.....</i>	<i>121</i>
5.4.2.2	<i>Překážky v obchodním zákoníku</i>	<i>123</i>
5.4.3	Překážky na straně potenciálních emitentů	125
5.4.3.1	<i>Kvantitativní výzkum potenciálních emitentů</i>	<i>125</i>
5.4.3.2	<i>Zhodnocení výsledků výzkumu</i>	<i>137</i>
5.4.4	Ostatní příčiny	139
5.5	VÝZKUM USKUTEČNĚNÝCH PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ V ČESKÉ REPUBLICE	142
5.5.1	Analýza hlavních charakteristik prvotních veřejných nabídek akcií	142
5.5.2	Kvalitativní výzkum emitujících společností	151
5.6	ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ ZKOUMANÉ PROBLEMATIKY A NASTÍNĚNÍ PERSPEKTIV JEJÍHO VÝVOJE	154
6	PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE	158
6.1	PŘÍNOS PRO NOVÉ VĚDECKÉ POZNÁNÍ.....	158
6.2	PŘÍNOS PRO PRAXI	159
6.3	PŘÍNOS PRO PEDAGOGICKOU PRAXI	160
7	NÁMĚTY K DALŠÍMU VÝZKUMU	160
8	ZÁVĚR	161
9	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	162
	PŘÍLOHY.....	170

1 Úvod

Kapitálový trh by měl v zemích s rozvinutou finanční kulturou plnit dvě základní funkce, a to cenotvornou a alokační. Měl by být místem, kde mohou společnosti získat prostřednictvím emise majetkových či dluhových cenných papírů kapitál pro svůj další rozvoj. Neplnění, byť jen jedné ze základních funkcí, ukazuje vždy na to, že trh trpí buď nedůvěrou investorů nebo emitentů cenných papírů, nedostatkem likvidity, svou roli též sehrávají jiné vlivy, jako např. omezená velikost ekonomiky a síla bankovního sektoru. Význam kapitálového trhu jako prostředníka pro financování rozvoje podniků, výdajových potřeb municipalit či státu je však nesporný. Je empiricky prokázáno, že nerozvinutý kapitálový trh vede z dlouhodobého hlediska k nevyužití potenciálu ekonomického růstu. Fungující trh přináší navíc pozitiva v podobě jeho větší transparentnosti, na trhu existuje větší množství informací o hospodářské situaci emitentů, kapitál je alokován efektivněji, likvidní trh stanovuje spolehlivou tržní cenu a je celkově odolnější vůči různým typům jeho manipulace. Konečnými beneficienty jsou pak samotní investoři, jejichž důvěra je to nejdůležitější na cestě k ekonomické prosperitě.

Financování rozvoje společnosti prostřednictvím prvotních veřejných nabídek akcií má ve světě, na rozdíl od České republiky, velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičnímu způsobu získávání peněžních prostředků potřebných pro rozvoj podnikání. Bez možnosti získat kapitál tímto způsobem by měl světový finanční systém, a tedy i systém ekonomický, jinou podobu, než jakou má v současnosti. Ve Spojených státech amerických, Japonsku a zemích západní Evropy je metoda financování podniků prostřednictvím IPO používána již po několik desetiletí. Prvotní veřejné nabídky akcií se začaly na těchto trzích ve větším počtu uplatňovat od začátku šedesátých let minulého století. Od té doby význam IPO ve světovém měřítku narůstá a v posledních letech se začínají veřejné nabídky akcií stále více využívat i v zemích střední a východní Evropy.

Problematiku prvotních veřejných nabídek akcií jsem si za téma své disertační práce vybral proto, že v podmínkách českého kapitálového trhu není zatím financování rozvoje firmy touto formou, která souvisí s jejím vstupem na kapitálový trh, příliš obvyklé. V novodobé historii českého kapitálového trhu se dosud uskutečnilo pouze několik prvotních veřejných nabídek akcií. Dle „*Strategie udržitelného rozvoje České republiky*“ se za slabé stránky české ekonomiky z hlediska udržitelnosti považují mj. „*malá rozvinutost kapitálového trhu, nedostatečně vyvinuté alternativní formy financování podniků a jejich přílišná závislost na*

bankovním sektoru. Pro udržení stability ekonomiky České republiky a posilování její konkurenceschopnosti je z těchto důvodů potřebné zajišťovat rozvoj a další kultivaci kapitálového trhu¹. Na základě výše uvedeného se domnívám, že zvolené téma disertační práce je v současné době aktuální a pro zpracování v rámci doktorského studijního oboru „Řízení a ekonomika podniku“ vyhovující.

¹ Dle zdroje: *Strategie udržitelného rozvoje České republiky*. Praha: Listopad, 2004.

2 Cíle disertační práce

Disertační práce je zaměřena na vytvoření uceleného pohledu na problematiku prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu a na získání nových poznatků v této oblasti. Za tímto účelem je disertační práce rozdělena na část teoretickou a praktickou.

V teoretické části práce je hlavním cílem *analýza všech základních aspektů, které jsou spojeny s prvotními veřejnými nabídkami akcií* na rozvinutých kapitálových trzích.

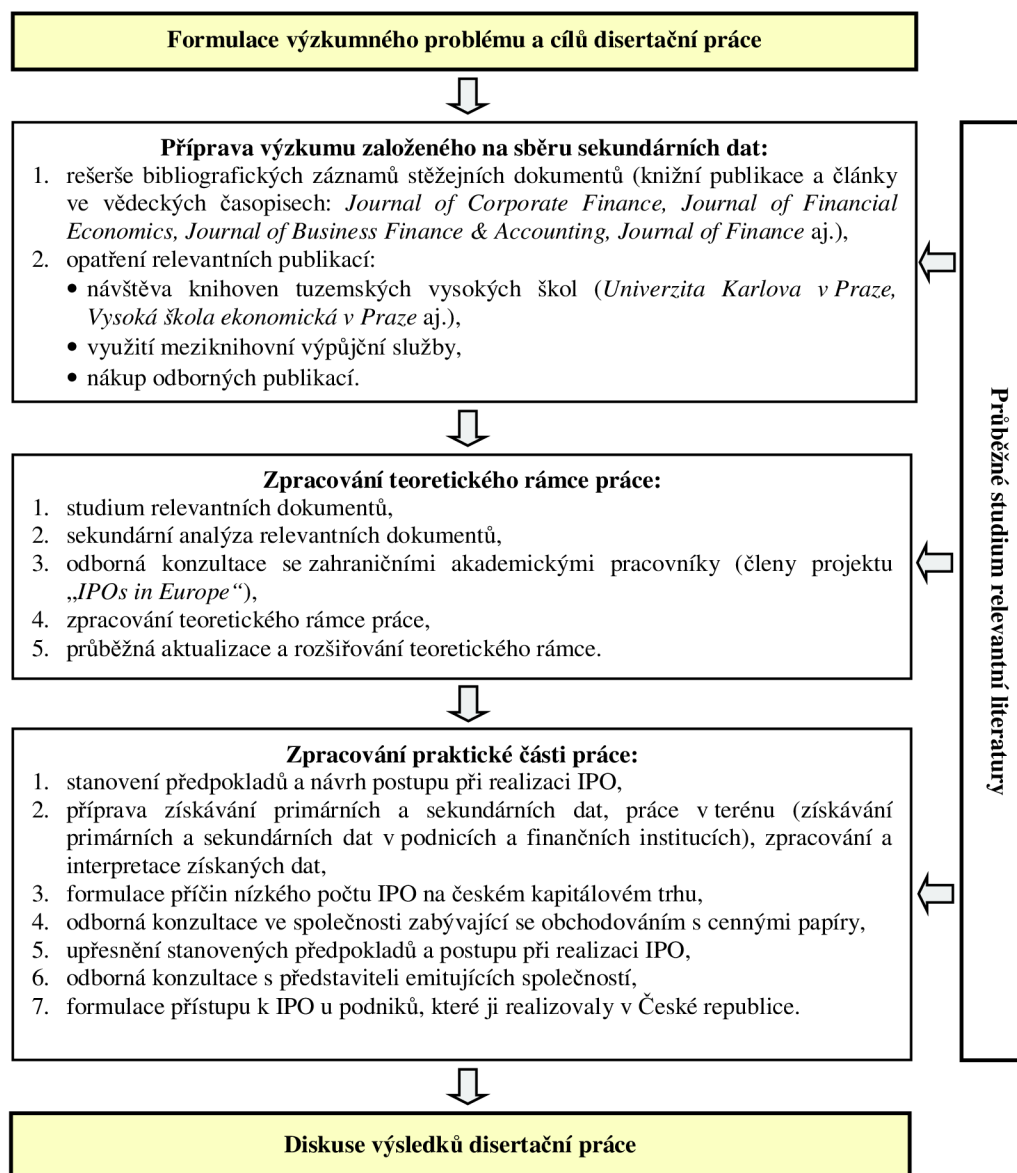
Hlavním cílem praktické části práce, která je zaměřena na český kapitálový trh, je *určení předpokladů a návrh postupu při realizaci IPO, analýza příčin nízkého zájmu českých podniků o financování svého rozvoje touto formou a zhodnocení dosud uskutečněných prvotních veřejných nabídek akcií* v České republice.

Pro naplnění uvedených hlavních cílů práce byly formulovány následující cíle dílčí:

1. Analýza možností financování rozvoje společnosti v podmínkách soudobého finančního trhu.
2. Vymezení pojmu „*Initial Public Offering*“ a návrh jeho českého ekvivalentu.
3. Posouzení výhod a nevýhod, které jsou s IPO spojeny, a analýza vývoje prvotních veřejných nabídek akcií na světových trzích.
4. Analýza dvou specifických fenoménů spojených s IPO – podhodnocení emisního kurzu akcií a dlouhodobě nižší výkonnosti emitentů po realizaci IPO.
5. Posouzení všech významných nákladů spojených s IPO a porovnání jejich velikosti na evropských a amerických trzích.
6. Stanovení předpokladů pro úspěšnou realizaci IPO v podmínkách českého kapitálového trhu.
7. Vymezení všech hlavních kroků spojených s procesem IPO a návrh postupu při jeho realizaci na českém kapitálovém trhu.
8. Komplexní analýza příčin nízkého počtu prvotních veřejných nabídek na českém kapitálovém trhu, včetně primárního výzkumu kvantitativního charakteru, který bude zaměřen na zjištění příčin malého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO.
9. Analýza hlavních charakteristik prvotních veřejných nabídek akcií, které se již na českém kapitálovém trhu uskutečnily, a primární výzkum kvalitativního charakteru, který bude

zaměřen na poznání přístupů, názorů a zkušeností podniků, které IPO realizovaly v České republice.

Postup při zpracování disertační práce je možné znázornit pomocí následujícího obrázku.



Obrázek 2-1: Postup při zpracování disertační práce [Zdroj: Vlastní zpracování]

3 Metody zpracování disertační práce

Metody výzkumného procesu tvoří základ vědecké činnosti. Jejich úroveň má značný vliv na dosažení výsledků. Každá vědecká disciplína se snaží soustředit a systematicky uspořádat nejen výsledky své činnosti, ale také zkušenosti získané v ostatních oborech.² Zobecněním těchto zkušeností se obohacuje a vyvíjí obecná metodologie vědy. Pro zpracování disertační práce je třeba použít takových metod, které povedou k naplnění vytyčených cílů disertace a budou akceptovatelné a efektivní. Při zpracování disertační práce byly použity především:

- *metody logické,*
- *metody empirické,*
- *metody založené na modelování a analogii.*

3.1 METODY LOGICKÉ

Logické metody jsou tvořeny souborem postupů, které k dosažení stanoveného cíle využívají principy logiky a logické myšlení řešitele. Patří k nim tato trojice tzv. „párových metod“: „*indukce–dedukce*“, „*analýza–syntéza*“, „*abstrakce–konkretizace*“.³

Indukce je proces posuzování jedinečných výroků či jedinečných poznatků o charakteristikách prvků u jednotlivých objektů, který vede k obecnému závěru. Metoda indukce řeší vztah mezi pozorovanými údaji a teorií tak, že na základě shromážděných empirických poznatků se vyvozují obecné závěry o stavu a vývoji dané reality.⁴

Dedukce je proces vyvozování konkrétnějších, individuálních poznatků z poznatků obecnějších (tzv. premis). Jinými slovy, je to proces, u něhož se z premis, s použitím určitých pravidel logiky, dospívá k novému tvrzení. Je to proces přechodu od obecného ke specifickému, tedy opak indukce.⁵

Analýza je vědecká metoda založená na dekompozici celku na elementární části. Cílem analýzy je identifikovat podstatné a nosné vlastnosti elementárních částí celku, poznat jejich podstatu a zákonitosti.⁶

² MERVART, J. *Základy metodologie vědy*. 1. vyd. Praha: Svoboda, 1977. 186 s. ISBN 25-067-77.

³ KUČERA, J. - RADVAN, E. *Filozofické aspekty metodologie vědy*. 1. vyd. Brno: Vojenská akademie, 2000. ISBN 80-85360-16-8.

⁴ JANÍČEK, P. - ONDRÁČEK, E. *Řešení problémů modelování*. 1. vyd. Brno: PC-DIR Real, 1998. ISBN 80-124-1233-X.

⁵ SYNEK, M. *Jak psát diplomové a jiné písemné práce*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1999. ISBN 80-7079-131-4.

⁶ GEIST, B. *Sociologický slovník*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-28-7.

Syntéza je v porovnání s analýzou procesem opačným nebo doplňujícím. Jde o sjednocení, složení nějakého předmětu, jevu či procesu z jeho základních prvků v určitý celek. Toto sjednocení se nemusí týkat jen jednotlivých částí, které byly předtím analýzou odděleny. Syntéza má však jako metodologický princip analýzu vždy doplňovat.⁷

Abstrakce je myšlenkový proces, při kterém se cestou analýzy určitých jevů nebo pojmů vytvářejí obecné poznatky. Bez metody abstrakce by nebylo možné dojít k utváření obecných pojmů, pomocí kterých je možné vystihnout podstatné a nutné vztahy v objektivní realitě, její vnitřní souvislosti, průběh procesů a jejich zákonitostí, strukturalizace systémů apod. Často se pojmu abstrakce užívá i v tom smyslu, že v rámci myšlení vylučujeme při řešení problému vše nepodstatné. To umožňuje zjistit obecné vlastnosti a vztahy, tj. podstatu jevu.

Opakem zobecnění je specifikace, tj. přechod od obecnějšího k méně obecnému. **Konkretizace** je procesem vyhledávání konkrétního prvku z určité třídy objektů.⁸

3.2 METODY EMPIRICKÉ

Z empirických metod budou při zpracování disertační práce použity **metoda srovnávání** a **metody kvantitativního a kvalitativního výzkumu**.

Při **srovnávání** zjišťujeme shodné či rozdílné stránky u dvou či více různých předmětů, jevů či úkazů. Srovnávat můžeme tytéž ukazatele ve statistických souborech, které se liší věcně, prostorově či časově. Srovnávacích metod můžeme použít jak při získávání poznatků a faktů, tak i při jejich zpracovávání. Srovnávání je základní metodou hodnocení.⁹

Metody kvantitativního a kvalitativního výzkumu slouží k získávání primárních dat. Kvantitativní výzkum je prováděn s cílem postihnout dostatečně velký a reprezentativní vzorek jednotek. Používá se při něm různých postupů, například standardizace otázek, výběru vzorku, statistických postupů zpracování dat, atd. Kvalitativní výzkum se snaží zjistit důvody chování lidí, jejich příčiny a motivy. Je hlubším poznáním a obvykle slouží jako doplněk kvantitativních poznatků. Využívá se také při vstupu do nové problematiky, v níž se potřebujeme nejprve zorientovat nebo dostat nové nápady.¹⁰

⁷ JANÍČEK, P. - ONDRÁČEK, E. *Řešení problémů modelování*. 1. vyd. Brno: PC-DIR Real, 1998. ISBN 80-124-1233-X.

⁸ SYNEK, M. *Jak psát diplomové a jiné písemné práce*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1999. ISBN 80-7079-131-4.

⁹ dtto.

¹⁰ MERVART, J. *Základy metodologie vědy*. 1. vyd. Praha: Svoboda, 1977. 186 s. ISBN 25-067-77.

3.3 METODY ZALOŽENÉ NA MODELOVÁNÍ A ANALOGII

Metoda *modelování* spočívá ve zkoumání reálných objektů pomocí jiných, zpravidla uměle konstruovaných objektů, v nichž jsou vyjádřeny, charakterizovány a definovány pouze vybrané vlastnosti originálního objektu. Vychází ze stanoviska, že model je mezičlánek mezi realitou a její teorií a má důležitou funkci v procesu poznání. Modelování je tedy určitý specifický vědecký postup poznání, založený v podstatě na analogii, protože představuje myšlenkovou nebo materiální imitaci některých vlastností reálně existujících systémů. Způsoby (techniky) modelování se přitom mohou značně lišit, a to podle použitých forem (verbálních, grafických, schematických, symbolických, matematických, ekonometrických, atd.).¹¹

4 Přehled současného stavu vědeckého poznání

4.1 TEORETICKÉ VYMEZENÍ FINANČNÍHO TRHU A JEHO ČLENĚNÍ

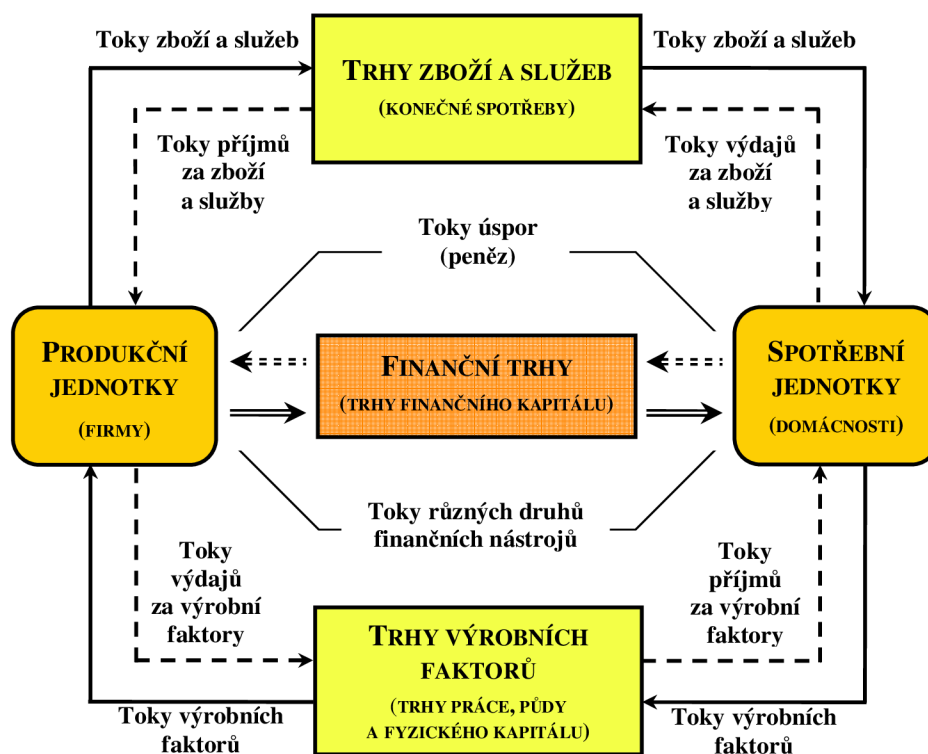
Dříve než bude podrobněji pojednáno o problematice prvotních veřejných nabídek akcií, považuji za vhodné vysvětlit vybrané ekonomické souvislosti, které se k tomuto tématu vztahují.

4.1.1 FINANČNÍ TRH A JEHO POSTAVENÍ V EKONOMICKÉM SYSTÉMU

V ekonomicky vyspělých zemích, ve kterých funguje ekonomika na základě tržního mechanismu, zajišťují trhy efektivní alokaci omezených zdrojů, jež jsou vzhledem k poptávce, která po nich existuje, relativně vzácné. Trh lze obecně popsat jako alokační systém umožňující střetnutí nabídky prodávajících a poptávky kupujících, čímž dojde ke směně zboží, služeb a zdrojů za příslušné množství peněžních jednotek. (80) V rámci ekonomického systému existují tři základní typy trhů. Jedná se o *trhy zboží a služeb* (*trhy reálných aktiv*), *trhy výrobních faktorů*¹² a *finanční trhy* (*trhy finančních aktiv*). (52), (91) Postavení všech tří typů trhů a jejich působení v ekonomickém systému lze znázornit např. pomocí následujícího obrázku.

¹¹ MERVART, J. *Základy metodologie vědy*. 1. vyd. Praha: Svoboda, 1977. 186 s. ISBN 25-067-77.

¹² Dle literatury (91) se za základní výrobní faktory považují půda a ostatní přírodní zdroje, práce a kapitál.



Obrázek 4-1: Působení trhů zboží a služeb, trhů výrobních faktorů a finančních trhů v rámci ekonomického systému [Zdroj: Rejnuš (2005a)]

Z výše uvedeného obrázku je patrné, že *finanční trhy zajišťují tok peněžních úspor od domácností k podnikatelským jednotkám, které mají nedostatek peněžních prostředků, a oproti tomu tok různých druhů finančních nástrojů, které domácnosti za své peníze nakoupily.* (52), (78)

Pokud jde o *definici finančního trhu*, je nutno uvést, že v odborné literatuře se lze setkat s různými přístupy k vymezení tohoto pojmu. Vybrané z nich jsou uvedeny v následujících citacích.

- V literatuře (81) je finanční trh vymezen jako „systém institucí a instrumentů zabezpečující pohyb peněz a kapitálu ve všech formách mezi různými ekonomickými subjekty na základě nabídky a poptávky“.
- Podobně je finanční trh vymezen i v literatuře (4): „Finanční trh je systém vzájemně provázaných vztahů, nástrojů a institucí umožňujících soustřeďování, rozmístování a přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků na dobrovolném smluvním základě, prostřednictvím tržního principu, tj. střetu nabídky a poptávky.“

- Pojetí finančního trhu prezentované například v práci (52) klade důraz na tržní mechanismus: „*Finanční trhy jsou tvořeny dílčími trhy, na nichž se obchoduje s finančními nástroji a jejich účastníky*“.
- Jiná definice finančního trhu, uvedená například v literatuře (43), vychází z obecné ekonomické definice trhu: „*Finanční trh je místem, kde se soustřeďuje nabídka a poptávka peněz a kapitálu*“.
- V literatuře (124) je při vymezení finančního trhu kladen důraz i na tvorbu finančních aktiv: „*Finanční trh je místem, kde se prodávající a kupující dostávají do vzájemných interakcí za účelem vytvoření nebo směny finančních aktiv*“.
- Dle literatury (58) se pod pojmem finanční trh obvykle rozumí „*systém vztahů a nástrojů umožňující soustřeďování, rozmísťování a přerozdělování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky*“.

Z výše uvedených definic vyplývá, že někteří autoři finanční trh pojímají v užším slova smyslu a považují jej za významnou součást finančního systému. Jiní autoři jej naopak definují komplexně a je pro ně v podstatě synonymem pro finanční systém. Osobně se ztotožňuji s užším přístupem k vymezení finančního trhu a v souladu s literaturou (4), (72), (78) jej pro účely této práce definuji jako *místo, kde se setkává nabídka peněžních prostředků ze strany těch ekonomických subjektů, které jich mají v daném okamžiku nadbytek, s poptávkou po penězích ze strany těch subjektů, které si přejí utratit více, než kolik peněz v daném čase disponují*.

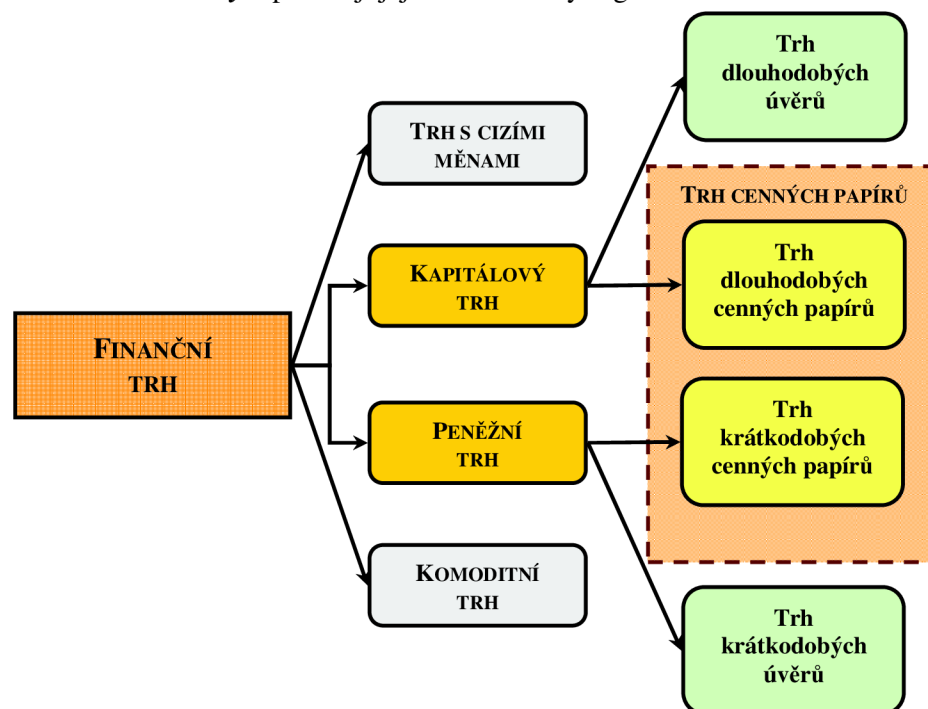
Dle literatury (78) je pak možné finanční systém chápat jako *mechanismus, jehož prostřednictvím se prostředky k zapůjčení dostávají k těm, kteří si je chtějí vypůjčit. Je souhrnem jak všech dílčích segmentů finančního trhu, tak i všech na nich obchodovaných finančních nástrojů¹³, a rovněž všech ekonomických subjektů, které při respektování legislativou stanovených zákonů a dalších souvisejících předpisů tyto finanční nástroje s využitím svých odborných znalostí a technik obchodují, nebo poskytováním celé řady různých odborných finančních služeb napomáhají fungování finančního systému*.

¹³ V ekonomické literatuře, např. Pavlát (2003) a Revenda (2005) se užívá také termínu „finanční instrument“, resp. „finanční dokument“. V dalším textu budou tyto výrazy považovány za synonymum pro termín „finanční nástroj“.

4.1.2 ČLENĚNÍ FINANČNÍHO TRHU

Z hlediska ekonomické teorie je možné finanční trh klasifikovat podle různých hledisek, nejčastěji však jeho členění vychází z charakteru nástrojů, se kterými se na něm obchoduje, a časového aspektu přerozdělování peněžních prostředků. Z tohoto pohledu lze finanční trh rozdělit na dvě základní části – *trh peněžní a trh kapitálový*. Mezi jeho další segmenty patří trh s cizími měnami a komoditní trh. Jak ukazuje obrázek 4-2, v dalším návazném členění peněžního a kapitálového trhu lze rozlišit trhy krátkodobých a dlouhodobých úvěrů a trhy krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů, které dohromady tvoří *trh cenných papírů*¹⁴. (80)

Ve výše uvedeném členění finančního trhu jsou úvěrové obchody zařazeny podle délky úvěrového období do peněžního nebo kapitálového trhu. Někteří autoři, např. Dědič (2000) a Revenda (2005), však při klasifikaci finančního trhu rozlišují vedle trhu peněžního a kapitálového i *trh úvěrový* a považují jej za samostatný segment finančního trhu.



Obrázek 4-2: Základní členění finančního trhu [Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (78)]

Peněžní trh je místem, kde se subjekty s dočasným přebytkem peněžních prostředků setkávají se subjekty, které vzhledem k jejich přechodnému nedostatku tyto peněžní prostředky

¹⁴ Termín „cenné papíry“ je zde použit v tzv. širším slova smyslu. Rozumí se jím všechny druhy finančních dokumentů mimo úvěrů.

poptávají. Pokud se jedná o základní společné vlastnosti finančních nástrojů, se kterými se na tomto trhu obchoduje, jejich typickou společnou vlastností je krátká doba jejich splatnosti, zpravidla do jednoho roku. Nejvýznamnější funkcí peněžního trhu **je financování provozního kapitálu podniků a poskytování krátkodobých peněžních půjček či úvěrů jak domácnostem, tak i vládám příslušných států.** (78), (89)

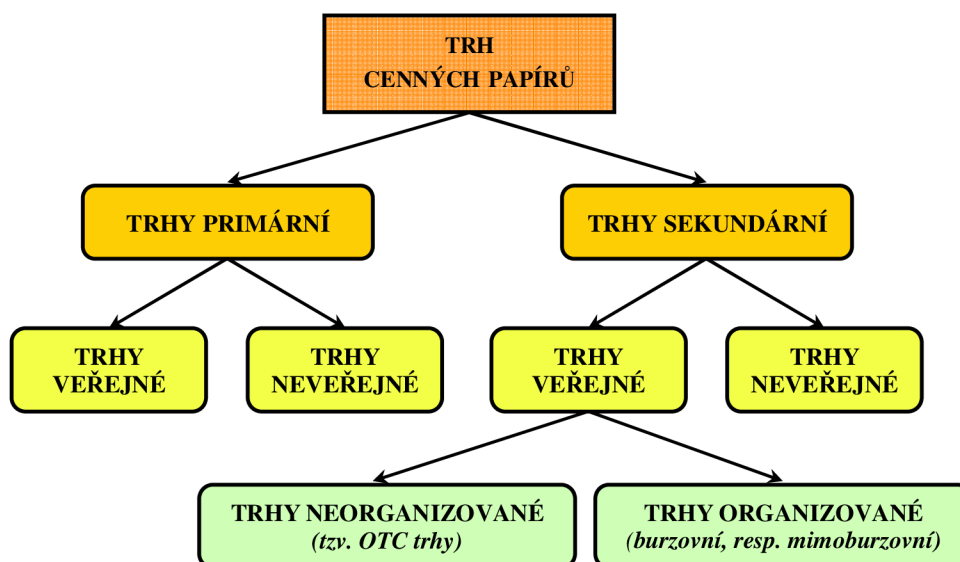
Kapitálový trh je naopak určen pro financování dlouhodobých investic ze strany podniků, vlád i domácností. Finanční nástroje kapitálového trhu mají dobu splatnosti delší než jeden rok, případně nemají stanovenou splatnost vůbec. (4) Nástroje kapitálového trhu lze vzhledem k jejich dlouhodobějšímu charakteru považovat za rizikovější, což je však kompenzováno tím, že investorům poskytují většinou vyšší výnosy než nástroje trhu peněžního. Jak vyplývá z obrázku 4-2, prostřednictvím kapitálového trhu jsou poskytovány **dlouhodobé úvěry** a je na něm obchodováno s **dlouhodobými cennými papíry**.

Trh dlouhodobých cenných papírů je významnou součástí trhu cenných papírů, kterou tvoří společně s trhem krátkodobých cenných papírů. Za nejvýznamnější základní druhy dlouhodobých cenných papírů lze považovat především **akcie** a dlouhodobé dluhopisy, které se ve finanční terminologii označují jako **obligace**. Od dlouhodobých úvěrů se odlišují především svojí obchodovatelností, která představuje velkou výhodu jak pro samotné emitenty, kteří emisemi dlouhodobých cenných papírů získávají dlouhodobé peněžní zdroje, tak i pro investory, kteří je po zakoupení nemusí držet po celou dobu jejich životnosti, ale mohou je kdykoli prodat a tím zpětně získat likvidní peněžní prostředky. Tímto způsobem jsou krátkodobé peněžní zdroje jednotlivých investorů převáděny na zdroje dlouhodobé, umožňující realizaci rozsáhlých investic. Skutečnost, že operace s dlouhodobými cennými papíry mnohonásobně převyšují objem dlouhodobých úvěrových operací, je vyvolána také tím, že investiční požadavky neustále všeobecně rostou a jejich zabezpečování jedním subjektem (zpravidla bankou) bývá od určité meze neúnosně riskantní. Cenné papíry naopak umožňují toto riziko rozložit, protože jsou nakupovány velkým počtem různých investorů, přičemž držení více druhů cenných papírů v portfoliích investorů zároveň snižuje míru jimi podstupovaného rizika. Navíc jednotliví majitelé cenných papírů mohou průběžně upravovat strukturu držení portfolia, přičemž obchodováním s cennými papíry zároveň napomáhají zvyšovat i jejich likviditu. (78)

4.1.2.1 Struktura trhu cenných papírů

Jak bylo uvedeno v předchozí kapitole, trh cenných papírů zahrnuje jak obchodování s krátkodobými cennými papíry peněžního trhu, tak zejména s dlouhodobými cennými papíry trhu kapitálového. Pokud jde o strukturu trhu cenných papírů, všeobecně nejuznávanějším kritériem pro jeho členění je to, zda se jedná o prvotní prodej určitého cenného papíru nebo o obchod s dříve emitovanými cennými papíry. (81) Podle tohoto hlediska se trh cenných papírů člení na *trh primární a trh sekundární*, viz obrázek 4-3.

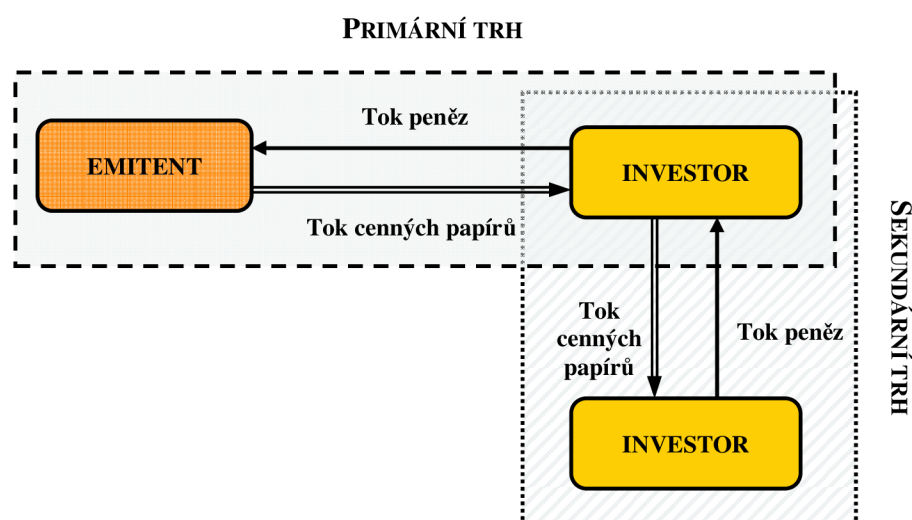
Primární trhy jsou určeny k obchodování s novými emisemi cenných papírů, z čehož vyplývá, že jejich hlavní funkce spočívá v získávání nových peněžních zdrojů a v jejich přeměně ve zdroje dlouhodobé. Ty jsou potřebné zejména pro financování investic realizovaných především velkými korporacemi nebo pro potřeby státu. Jako protihodnota jsou investorům prodávány nově emitované cenné papíry. **Při prodeji cenných papírů na primárním trhu získává peníze jejich emitent, přičemž se jedná o jejich prodej prvním nabyvatelům.** Fungování těchto trhů je do značné míry závislé na kvalitě fungování s nimi souvisejících trhů sekundárních, protože zájem investorů o nově emitované a poprvé do oběhu uváděné cenné papíry závisí jak na vývoji tržních cen obdobných cenných papírů, se kterými se obchoduje na sekundárním trhu, tak na jejich likviditě. (78)



Obrázek 4-3: Struktura trhu cenných papírů [Zdroj: Rejnuš (2005a)]

Na sekundárních trzích dochází k následnému obchodování mezi investory s již dříve vydanými cennými papíry. Z toho vyplývají dvě základní funkce sekundárních trhů, a to stanovování kurzu (tedy tržní ceny) cenných papírů a zajišťování jejich likvidity. To investorům usnadňuje zpětnou přeměnu cenných papírů na hotové peníze a zvyšuje jejich zájem o další finanční investice. (52), (78)

Vztah mezi primárním a sekundárním trhem lze zjednodušeně znázornit pomocí následujícího obrázku.



Obrázek 4-4: Vztah mezi primárním a sekundárním trhem cenných papírů

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (76), (78)]

Obchody na primárních i sekundárních trzích probíhají na dvou typech trhů, kterými jsou *trhy veřejné* a *trhy neveřejné*. Na veřejných trzích mohou při splnění příslušných podmínek obchodovat všichni potenciální zájemci, přičemž předmětné cenné papíry jsou na nich prodávány obvykle za nejvyšší nabídnutou cenu. Na neveřejných trzích probíhají tzv. přímé neboli smluvní obchody, a to buď pouze mezi dvěma nebo několika předem dohodnutými účastníky obchodu. Předmětné cenné papíry zde mohou být prodány jednomu nebo několika kupcům zároveň, a to na základě individuálně dohodnutých podmínek.

Sekundární veřejné trhy je možné ještě dále členit na sekundární veřejné trhy organizované a neorganizované. *Sekundární veřejné organizované trhy* jsou zpravidla reprezentovány buď burzami¹⁵ nebo jinými licencovanými mimoburzovními organizátory veřejného trhu¹⁶,

¹⁵ V České republice se jedná o Burzu cenných papírů Praha, a.s.

¹⁶ V České republice se jedná o RM-Systém, a.s.

*příčemž burza je všeobecně považována za instituci vrcholovou. Z uvedeného důvodu bývají tyto trhy v některých zemích ještě dále členěny na trhy burzovní a trhy mimoburzovní¹⁷. Na organizovaných veřejných trzích cenných papírů, ať už burzovních nebo mimoburzovních, které jsou většinou silně regulovány zákonodárstvím, se obchoduje pouze s částí obíhajících cenných papírů. Se zbývajících se obchoduje na **veřejných trzích sekundárních neorganizovaných**, zpravidla ne tak silně regulovaných, a to zejména prostřednictvím bank nebo jiných institucionálních či soukromých obchodníků s cennými papíry. Jedná se o tzv. „prodej přes přepážku“ neboli „**OTC – trhy**“¹⁸. (78)*

4.1.3 VÝZNAM KAPITÁLOVÉHO TRHU PRO ČESKOU EKONOMIKU

Cílem této kapitoly je popsat některé z důležitých přínosů kapitálového trhu pro českou ekonomiku. V odborné literatuře, která se zabývá touto tematikou, lze nalézt řadu kvalitativních, ale i kvantitativních studií zabývajících se vlivem kapitálových trhů na ekonomický vývoj dané země. Většina autorů se shoduje na tom, že propojení kapitálového trhu a ekonomiky dané země existuje, je významné a má pozitivní vliv na ekonomický výkon. V poslední době se však objevují diskuse na téma, zda a jak velký kapitálový trh by měl existovat v malých ekonomikách, mezi které patří i ekonomika česká. Zahraniční studie¹⁹, zabývající se touto problematikou, dochází k závěru, že **fungující regionální burzy významným způsobem pozitivně ovlivňují hospodářský růst**. Dle literatury (34) patří mezi základní přínosy regionálních burz zejména:

- přilákání množství menších firem do regionu,
- poskytování trvalé podpory a zajištění hodnoty pro podniky i investory,
- spolupráce převážně s domácími bankovními sektory, rozšiřování schopností finančního a obchodního sektoru v regionu,
- podporování místního vlastnictví kapitálu,
- usilování o rozvoj vazeb a systémů mezi společnostmi uvedenými na regionálních burzách,
- možnost vyššího stupně flexibility při predikci vývoje budoucího růstu v rámci investování, které je založeno na dlouhodobém plánování,

¹⁷ V některých státech, kde existují pouze burzy cenných papírů, je možno považovat uvedené členění již za bezpředmětné.

¹⁸ Z angl. „over the counter markets“.

¹⁹ Huggis, R. *Regional Stock Exchange – A Viable Option for Wales and Other UK Regions?* Robert Huggins Associates, 2003.

- vytváření podstatného dlouhodobého přínosu pro ekonomický růst jak regionů, tak vyšších ekonomických celků.

Dle zdroje (8) je nesporné, že zejména díky Burze cenných papírů Praha, a.s. je i česká ekonomika schopna využívat všech výše uvedených přínosů. Podpora jejího dalšího rozvoje se tak ve skutečnosti stává přímou investicí do zdravého a dlouhodobě udržitelného rozvoje ekonomiky, infrastruktury, zaměstnanosti a celé řady dalších oblastí.

Je třeba si však uvědomit, že finanční systém České republiky je v současné době výrazně orientován na oblast bankovní, zatímco kapitálový trh, reprezentovaný zejména pražskou burzou, má menší význam. V mezinárodním srovnání vzájemných vztahů tržní kapitalizace a ukazatelů objemu obchodů tak Česká republika patří v tomto ohledu mezi nejméně rozvinuté země. V Evropě se posun od tradičního poskytování úvěrů k vyššímu stupni financování podniků prostřednictvím kapitálových trhů očekává v průběhu příštích několika málo let. Přímé půjčování prostřednictvím bankovního systému bude totiž pravděpodobně omezeno v důsledku přísnějších regulatorních požadavků (*Basel II*). Lze proto očekávat, že čím bude rozvinutější český kapitálový trh, tím bude pro české společnosti jednodušší vypořádat se s novou situací. Je proto nutné zajistit rozvoj českého kapitálového trhu nejen prostřednictvím plnění funkce sekundárního trhu, ale především formou funkce trhu primárního, na kterém mohou regionální společnosti získat prostřednictvím IPO potřebný kapitál pro svůj další rozvoj.

Rakouský institut pro pokročilé studie (*Institut für Höhere Studien*) vypracoval analýzu²⁰, která kombinuje deset různých burzovních indikátorů. Na jejich základě pak člení dvacet evropských zemí do čtyř skupin. Nizozemsko, Finsko a Švédsko tvoří nejvyspělejší skupinu. Po ní následují země s výrazným rozvojem, tj. Belgie, Dánsko, Francie, Velká Británie, Irsko, Norsko a Španělsko. Rakousko, Německo, Řecko, Itálie, Portugalsko a Slovinsko se nachází ve třetí skupině. Poslední skupinu tvoří Polsko, Slovensko, Česká republika a Maďarsko. Země patřící do prvních skupin se vyznačují dobrou pozicí prakticky ve všech analyzovaných proměnných. Situace v poslední skupině je podobná, ale s opačnými znaky. Tyto země dosahují téměř ve všech kritériích nízkých hodnot. Země ve středních skupinách vykazují silné a slabé stránky, což vede k výsledku vyšší standardní odchylky a zároveň to znamená velkou příležitost pro další vylepšení konkurenční pozice těchto zemí. Studie mimo jiné prokázala, že pokud daná země kompenzuje slabé výkony burzovních ukazatelů tím, že se

²⁰ Helmenstein, C. *The Austrian Capital Market – The Growth Reserve*. Institute for Advanced Studies, 2004.

soustředí na vylepšení vybraných ekonomických ukazatelů, je možné významné zlepšení konkurenční pozice ve srovnání s ostatními zeměmi. Konkrétním závěrem této studie je, že růst objemů obchodování na daném trhu vede ke zlepšení konkurenční pozice. Přesněji řečeno, vyšší objemy obchodů vedou k vyšším růstům hrubého domácího produktu a výdajům na kapitál.

Uvedený rakouský příklad může posloužit za vzor pro Českou republiku a její kapitálový trh. Rakousko se totiž během sledovaného období propracovalo ze skupiny s nejhorsším výkonem do skupiny s průměrným výkonem, a zaujalo tak pozici vedle Německa, Itálie a dalších zemí. Jak studie argumentuje, toto výrazné vylepšení konkurenční pozice celé země je spjato se silnou podporou rozvoje rakouského kapitálového trhu. Tento závěr jednoznačně podporuje myšlenku dalšího dynamického rozvoje pražské burzy, protože jakákoli podpora se tak v podstatě stává vysoce návratnou investicí s pozitivními efekty pro celou ekonomiku.

Ve srovnání s ostatními evropskými zeměmi má Česká republika nedostatky zvláště v takových indikátorech, jako je množství kvalitních menších a středních firem na kapitálovém trhu. Pokud by se pražské burze podařilo rozšířit domácí kapitálový trh o tyto firmy, došlo by k výraznému navýšení tržní kapitalizace a zejména objemů obchodování na domácím trhu, a česká konkurenční pozice by se tak zcela jistě posílila.

Závěry studie (8) dokazují, že i v období globalizace a integrace finančních trhů je místo českého kapitálového trhu nezastupitelné. Existence regionální burzy je důležitým prvkem pro další rozvoj české ekonomiky a je spojena i s výkonem české ekonomiky měřeným jako růst hrubého domácího produktu. Výsledky uvedené studie vedou k závěru, že zdvojnásobení objemu obchodování může vést až k jeho půlprocentnímu růstu.

4.2 MOŽNOSTI FINANCOVÁNÍ ROZVOJE SPOLEČNOSTI V PODMÍNKÁCH SOUDOBÉHO FINANČNÍHO TRHU

Je obecně známo, že obchodní společnosti mají při financování svého provozu a rozvoje k dispozici teoreticky široké spektrum finančních zdrojů, které je možné třídit a klasifikovat podle různých hledisek. Dle literatury (12), (16), (51), (93), (98) se nejčastěji rozlišují:

- a) *vlastní a cizí zdroje* – rozlišujícím znakem je vlastnictví²¹,
- b) *krátkodobé a dlouhodobé zdroje* – kritériem členění je doba splatnosti²²,
- c) *interní a externí zdroje* – člení se podle toho, zda je kapitál získáván vnitřní činností podniku nebo mimo něj²³.

Cílem této kapitoly je základní rozbor a analýza jednotlivých forem financování dalšího rozvoje společnosti v podmínkách soudobého finančního trhu. Finanční zdroje jsou zde primárně členěny podle způsobu jejich získávání, tj. na interní a externí. Hlavní důraz je kladen na problematiku spojenou se získáním jednotlivých forem finančních zdrojů a posouzení jejich výhod, nevýhod a dostupnosti pro financování dalšího rozvoje společnosti.

4.2.1 FINANCOVÁNÍ ROZVOJE SPOLEČNOSTI Z INTERNÍCH ZDROJŮ

Financování podniku z vnitřních, neboli interních zdrojů je v odborné literatuře²⁴ často označováno jako *samofinancování podniku*²⁵. Základním zdrojem samofinancování je nerozdělený zisk²⁶, který je tvořen nerozděleným ziskem běžného období a nerozděleným ziskem minulých let. *Z hlediska využitelnosti zisku jako zdroje financování rozvoje společnosti je však velmi důležitá přeměna jeho účetně vykazované výše na peněžní prostředky*²⁷. Výše zisku, která podniku zůstane jako zdroj samofinancování je kromě daně ze

²¹ Za vlastní zdroje se považují například vklady vlastníků, odpisy, disponibilní zisk po zdanění a úhradě dividend a zdroje z prodeje nepeněžních částí majetku. Cizími finančními zdroji jsou všechny přírůstky dluhů (úvěry, dluhopisy), event. dotace na rozvoj poskytnuté státem, účelovými fondy, nadacemi apod. Za cizí zdroje financování se považuje i leasingové financování pomocí pronájmu majetku. (93), (98)

²² Za krátkodobé zdroje se považují zdroje splatné do jednoho roku od jejich získání, za dlouhodobé pak zdroje se splatností delší než jeden rok. Někdy se v rámci dlouhodobých dluhů ještě rozlišují střednědobé zdroje s délkou splatnosti od jednoho do cca čtyř let. Vlastní finanční zdroje jsou z hlediska času považovány za trvalé zdroje s neomezenou splatností. (93), (98)

²³ Jako interní zdroje vystupují zejména zisk po zdanění a úhradě dividend, nerozdělený zisk minulých let, rezervní fondy, dlouhodobé rezervy a odpisy. Za externí zdroje jsou považovány všechny ostatní zdroje, tj. zdroje získané mimo vnitřní činnost podniku. Mezi externí zdroje financování patří všechny druhy dluhů, dotací, ale také zdroje získané úpisem nových akcií apod. (93), (98)

²⁴ Např. v literatuře (16), (51), (93), (98)

²⁵ Na samofinancování lze dle literatury (98) nahlížet v užším nebo širším slova smyslu. V užším slova smyslu se pod pojmem samofinancování rozumí financování podniku ze zisku, popřípadě z fondů z něho vytvářených, v širším slova smyslu pak také možnost financování z odpisů, popřípadě z prodeje nepeněžních forem majetku nebo vytvářením nákladových rezerv.

²⁶ Nerozdělený zisk vzniká ze zisku po zdanění po odečtení zákonných a dobrovolných přidělů do rezervního fondu, po odečtení přidělů do statutárních fondů ze zisku, do dobrovolných fondů ze zisku na základě usnesení valné hromady, dále po odečtení výplaty tantiém a výplaty dividend, resp. podílů na zisku. (113)

²⁷ Výkaz zisku a ztráty totiž zachycuje různé kategorie výnosů, nákladů a výsledků hospodaření v období jejich vzniku, bez ohledu na to, zda vznikají skutečné reálné peněžní příjmy či výdaje. Nastává tedy obsahový i časový nesoulad mezi náklady a výdaji, výnosy a příjmy, ziskem a stavem peněžních prostředků. Podnik tak může vykazovat vysoké tržby a zisk v účetnictví, ale jeho peněžní příjmy a stav peněžních prostředků mohou být podstatně odlišné. Taková situace je častým jevem u některých českých podniků, které vykazují zisk, ale jde o zisk nezaplacený, vázaný v pohledávkách, často i nedobytných. Růst či pokles zisku tedy neznamená růst či pokles peněžních prostředků podniku v hotovosti či na bankovních účtech.

zisku a přídělů do jednotlivých fondů ovlivněna zejména dividendovou politikou podniku.²⁸ Ta v podstatě rozhoduje o tom, jaká část zisku bude vyplacena akcionářům a jaká zůstane podniku k dispozici pro financování jeho dalšího rozvoje.

Financování interními zdroji je u většiny podniků *prvním krokem k financování rozvoje společnosti*. Za hlavní výhodu je považována především ta skutečnost, že se jedná o pohotový zdroj financování. Podnik není vystaven tlaku vnějšího prostředí, tzn. nemusí se ucházet o důvěru investorů na kapitálovém trhu či o úvěr poskytnutý finanční institucí, a může si dovolit financovat i relativně riskantnější investice. Nezvyšuje se počet akcionářů ani věřitelů, nevznikají náklady na emisi cenných papírů, nedochází k nárůstu zadlužení podniku a s ním spojených rizik.

Nevýhodou samofinancování je, že se jedná o relativně drahý zdroj financování²⁹, který je navíc k dispozici vždy v *omezené velikosti*. Nevýhodou zisku je navíc jeho postupná tvorba, která se vyznačuje i určitou mírou nestability. Je třeba si uvědomit, že společnost může investovat do svého rozvoje jenom tolik, kolik si sama vydělá. Společnost musí být zisková a musí vykazovat volné finanční zdroje. *Tyto zdroje pak většinou stačí pouze na organický růst společnosti.* (99)

4.2.2 FINANCOVÁNÍ ROZVOJE SPOLEČNOSTI Z EXTERNÍCH ZDROJŮ

Externími zdroji financování jsou zdroje získané mimo vnitřní činnost podniku, tzn. od jiných subjektů. Vzhledem k tomu, že tyto zdroje financování poskytují ve srovnání s interními zdroji mnohem větší různorodost, bývají často členěny pomocí dalšího hlediska „vlastnictví“ na vlastní a cizí externí zdroje.

4.2.2.1 *Financování z vlastních externích zdrojů*

Základním zdrojem financování dalšího rozvoje společnosti prostřednictvím vlastních externích zdrojů je *navýšení základního kapitálu společnosti*, které, v závislosti na právní formě společnosti, probíhá buď formou dodatečných vkladů společníků nebo *úpisem nových akcií*. V případě úpisu nových akcií se může společnost teoreticky rozhodnout, zda se stane či

²⁸ Dividendová politika je v literatuře (12) a (93) definována jako stanovení pravidel, na základě kterých bude společnost zadržovat nebo rozdělovat zisk na dividendy.

²⁹ Je tomu tak proto, že použití zisku pro účely financování podnikových činností znamená, že se akcionáři vzdali výplaty dividend ve prospěch dalšího rozvoje podniku, a proto budou požadovat minimálně takovou výnosnost, jakou jim přináší dosavadní výplata dividend. Náklady nerozděleného zisku proto ve finanční teorii odpovídají úrovni nákladů kmenového kapitálu bez emisních nákladů. (51), (93), (99)

nestane veřejně obchodovatelnou společností, tedy zda vstoupí či nevstoupí na kapitálový trh. Na základě tohoto rozhodnutí pak společnost provede veřejný nebo neveřejný úpis akcií. První veřejný úpis akcií související se vstupem společnosti na kapitálový trh je dle literatury (12), (29), (57) označován termínem „*IPO*“.³⁰

Hlavní výhoda financování podniku veřejnou emisí akcií spočívá v tom, že vstup firmy na kapitálový trh znamená krok k velkému množství potenciálních investorů, kteří chtějí investovat své peněžní prostředky. To umožňuje získat i tak vysokou finanční částku, kterou banka není schopna nebo ochotna v rámci úvěru poskytnout. Při vydání akcií získá emitent finanční prostředky v hotovosti na neurčitou dobu bez nutnosti jejich splacení, což má z dlouhodobého pohledu pozitivní dopad na cash-flow podniku³¹. U kapitálu získaného emisí akcií má podnik větší volnost při jeho využití. To představuje značnou výhodu oproti omezením, která jsou často spojena s úvěrovým financováním.

Přijetí emise akcií k obchodování na veřejném kapitálovém trhu je také spojeno se značnou publicitou, která příznivě působí jak na celkové povědomí veřejnosti o společnosti, tak na její dobré jméno a důvěryhodnost. Výhodou financování podniku pomocí kmenových akcií je také skutečnost, že u tohoto druhu akcií neexistují pevné závazky na výplatu dividend. U prioritních akcií jde především o možnost zvýšení kapitálu, aniž by byl omezen vliv majitelů kmenových akcií na rozhodování v podniku. (12), (99)

Za nevýhodu financování pomocí emisí akcií lze dle literatury (99) považovat tu skutečnost, že akcie představují relativně drahý zdroj kapitálu, neboť patří mezi nejrizikovější investice³², a z tohoto důvodu investoři požadují vyšší výnosnost. Tento závěr lze formulovat i tak, že (za jinak stejných podmínek) obchodní společnosti podnikající v zemích, jejichž právní systémy nezajišťují dostatečnou ochranu majetkových práv investorů, budou pravděpodobně konfrontovány s vyššími náklady na externí financování než obchodní společnosti podnikající v zemích, jejichž právní řády investorům takovou ochranu zajišťují.³³ (82)

³⁰ Vysvětlením tohoto pojmu se zabývá kapitola 4.4.1.

³¹ Zde je třeba si však uvědomit, že je nutné pečlivě zvažovat budoucí dividendovou politiku firmy, v rámci které jde o rozdělení zisku po zdanění mezi majitele, tj. akcionáře (na výplatu dividend) a na samofinancování podniku.

³² Je tomu tak především z toho důvodu, že dividendy jsou vypláceny až po uspokojení ostatních požadavků a při úpadku společnosti jsou nároky akcionářů uspokojovány až na posledním místě.

³³ Nedostatečná ochrana majetkových práv může vyústit i v situaci, kdy domácím podnikům není externí financování prakticky vůbec k dispozici.

Další nevýhoda spočívá v tom, že dividendy nejsou daňově uznatelným nákladem³⁴ a emisí kmenových akcií se rozšiřují hlasovací práva na další akcionáře. V této souvislosti se proto někdy hovoří o „*financování založeném na kontrole*“.³⁵ V případě prioritních akcií je pak z pohledu podnikového financování nevýhodou vznik přednostního práva na dividendu. Emise akcií je též spojena se značnými emisními náklady, které jsou přímého a nepřímého charakteru. Hlavní část přímých emisních nákladů představuje odměna manažerovi emise a náklady na právní služby. Nepřímé náklady souvisí s přípravou emise akcií podnikovým managementem a dále buď s podhodnocením emitovaných akcií v počáteční nabídce nebo s poklesem ceny dosavadních akcií v souvislosti s vydáním nové emise akcií. (99) Zde je třeba si však uvědomit, že vzhledem k fixnímu charakteru některých emisních nákladů dochází při vydávání cenných papírů k tzv. „*úsporám z rozsahu*“.³⁶ To znamená, že se zvyšujícím se objemem peněžních prostředků získaných při emisi cenných papírů se relativní velikost emisních nákladů snižuje.

V porovnání s jinými zdroji financování může uvedení emise akcií na trh rovněž představovat časově náročný proces. Doba od rozhodnutí statutárního orgánu o zvýšení základního kapitálu emisí akcií do jejich přijetí na trh je však individuální, neboť záleží nejen na připravenosti emitenta, zkušenosti poradců a manažera emise, ale i na vhodném termínu vstupu na kapitálový trh. (42), (99)

4.2.2.2 *Financování z cizích externích zdrojů*

Cizí zdroje financování se ve srovnání se zdroji vlastními vyznačují svojí návratností. Jedná se o takové zdroje, které podniku nepatří a které bude muset v určitém časovém okamžiku splatit.

Dlouhodobé dluhopisy (obligace) považují za druhou významnou formu dlouhodobého externího financování podniku. ***Základními atributy obligací jsou jednak jejich dluhový charakter a dále pak jejich převoditelnost a obchodovatelnost, zpravidla na veřejných trzích***

³⁴ Tato nevýhoda byla do roku 2004 částečně eliminována § 35 odst. 3 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, vzpp. Jednalo se o slevu na dani, která spočívala v tom, že právnické osoby si mohly od daně z příjmů odečíst částku odpovídající polovině daně sražené z dividend. Počínaje rokem 2004 však byla tato sleva na dani zrušena bez jakékoliv jiné náhrady.

³⁵ Viz. např. Berglöf, E. Corporate Governance in Transitional Economies: The Theory and Its Policy Implications, in Masahiko Aoki and Hyung-Ki Kim (eds.), *Corporate Governance in Transition Economies – Insider Control and The Role of Banks*. The World Bank, 1995.

³⁶ Pro emitenta je tedy (za jinak stejných podmínek) finančně výhodnější získat potřebnou peněžní částku uskutečněním jedné větší emise než několika menšími.

cenných papírů. Podnik tak může získat značný objem peněžních prostředků, které by jinou formou dluhového financování (např. bankovním úvěrem) nezískal, resp. získal jen za velmi přísných podmínek. (42), (99)

Výhodou obligací oproti akciím jsou jejich nižší náklady na dluhovou službu.³⁷ Vyplácené úroky z obligací jsou stejně jako úroky z úvěru daňově uznatelným nákladem. Majitelé obligací mají také velmi omezené možnosti, jak zasahovat do chodu dané společnosti.

Za nevýhodu získávání potřebných finančních zdrojů emisí obligací lze považovat zejména nárůst finančního rizika vyplývajícího ze zvýšení podílu dluhu na celkovém kapitálu, nutnost hradit úroky i v případě poklesu podnikového zisku a vysoké zatížení peněžního toku v době splatnosti obligací. Emise obligací je spojena s emisními náklady, které zvyšují náklady kapitálu získaného touto formou, a proto je vhodné emisi realizovat až od určitého objemu peněžních prostředků. (99)

Bankovní úvěry představují další možnost financování rozvoje společnosti. Jak ukazuje tabulka 4-1, v českých podnicích patří k nejvyužívanějším cizím zdrojům financování. Podmínkou pro jejich získání je podrobná analýza celkové ekonomické a zejména finanční situace žadatele³⁸ a zajištění úvěru³⁹. Pro bankovní úvěry, na rozdíl od podnikových dluhopisů, je typické postupné umořování dluhu během doby splatnosti.

³⁷ Majitelé dluhopisů vyžadují oproti akcionářům nižší návratnost své investice, což je dáno podstatně nižší mírou rizika a volatility. Úroky z obligací jsou proto na rozvinutém kapitálovém trhu obvykle nižší než výnosy z kmenových akcií. (99)

³⁸ Účelem této analýzy je posoudit, zda finanční situace podniku a situace na trhu (v daném odvětví a regionu) umožní v budoucnu řádné a včasné splacení jeho závazku vůči bance. Při hodnocení se sice vychází z finančních výkazů zachycujících minulé období, ale cílem hodnocení je vytvořit si názor na budoucí vývoj (tedy určit riziko možného nesplacení v budoucnosti). Hodnocení tedy zohledňuje možné budoucí efekty nových investic, budoucí splátky úvěrů a především možná budoucí rizika.

³⁹ Smyslem zajištění úvěru je zabezpečit pohledávku banky vůči úvěrovému dlužníkovi pro případ jeho platební neschopnosti. V podmínkách tržní ekonomiky lze jen těžko předvídat vývoj na delší časové období, u bonitních klientů může také dojít k nepříznivému vývoji finanční situace. Proto musí žadatel o úvěr počítat s tím, že se banka zajistí proti případnému nesplacení jeho závazku. Zajištění je součástí smlouvy o poskytnutí úvěru a přichází k uplatnění ve chvíli, kdy se dlužník ocitne v prodlení se splácením a je zřejmé, že ani poskytnutí náhradní lhůty či úprava úvěrových podmínek nepovede k nápravě. Mezi základní zajišťovací instrumenty patří např. zástavní právo k předmětu financování, zástavní právo k jiné věci movité nebo nemovité, zástavní právo k pohledávce z obchodního vztahu, zástavní právo k cenným papírům a nebo ručení třetím subjektem na základě ručitého prohlášení.

ZDROJ FINANCOVÁNÍ		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Vlastní kapitál		47,48	48,35	49,82	52,30	54,10	54,03	53,90
z toho:	<i>Základní kapitál</i>	údaje nejsou k dispozici			32,30	30,30	29,32	25,90
	<i>Výsledek hospodaření</i>	2,47	2,90	3,44	5,23	5,41	5,49	6,27
Cizí zdroje		50,03	48,22	46,93	45,70	44,30	44,80	44,54
z toho:	<i>Dluhopisy</i>	2,40	2,16	1,81	2,40	1,30	1,61	1,71
	<i>Bankovní úvěry</i>	15,76	13,98	11,79	12,00	9,50	12,34	12,25
Ostatní pasiva		2,49	3,43	3,25	2,00	1,60	1,17	1,56

Tabulka 4-1: Struktura zdrojů financování českých průmyslových podniků v % [Zdroj: www.mpo.cz]

Za hlavní výhodu financování rozvoje společnosti bankovním úvěrem je většinou uváděna rychlost jeho získání, absence relativně vysokých počátečních nákladů spojených s emisí obligací a daňová uznatelnost zaplacených úroků.

Za nevýhodu tohoto zdroje financování lze považovat především skutečnost, že čerpání poskytnutého úvěru a jeho splátky jsou vždy limitovány časem. Podnik tak bude muset část svých budoucích volných zdrojů použít na průběžné splácení úvěru, což jej může omezit v jeho dalším rozvoji. (99) Další nevýhodou je *omezená výše finančních zdrojů, které může banka jednomu klientovi poskytnout, a nutnost jejich zajištění.*

Další variantu financování rozvoje společnosti, především v porovnání s bankovním úvěrem, představuje *finanční leasing*⁴⁰. Předpokladem uzavření leasingové smlouvy je, stejně jako u poskytování úvěru, především hospodářská bonita nájemce. V porovnání s bankovním úvěrem však leasingová operace představuje zpravidla menší nároky na její zajištění, neboť předmět leasingu zůstává ve vlastnictví pronajímatele, tedy leasingové společnosti, která jej v případě neplnění podmínek leasingového kontraktu může snadněji odebrat a zpeněžit. Z hlediska dlouhodobého financování a porovnání s ostatními finančními zdroji, jsou výhody a nevýhody této formy financování podobné jako u bankovního úvěru.

⁴⁰ Jedná se o finanční operaci, která svým charakterem nahrazuje nájemci příslušného předmětu úvěr, potřebný pro jeho získání. Jde o zprostředkovaný vztah mezi výrobcem a nájemcem, mezi něž vstupuje leasingová společnost (často založená obchodní bankou ve formě její dceřinné společnosti). Leasingová společnost nejprve vyplatí kupní cenu výrobcem a sama se pak stává vlastníkem a pronajímatelem předmětu jejímu konečnému uživateli. Ten jí nejprve platí dohodnuté splátky a následně, na konci platnosti leasingové smlouvy, odkoupí příslušný předmět za zůstatkovou cenu a stane se sám jejím majitelem (konkrétní podmínky leasingové společnosti se však mohou lišit). (78)

4.2.3 SHRNUÍ

Na základě provedené analýzy možností financování dalšího rozvoje společnosti lze konstatovat, že *pro dlouhodobé financování, zejména ve velkých objemech, je vhodné externí financování podniků, a to především prostřednictvím investičních cenných papírů kapitálového trhu*. Přestože na světovém finančním trhu existuje prakticky neohrazené množství různých druhů investičních cenných papírů, největší význam mají především cenné papíry kapitálového trhu, které jsou *veřejně obchodovatelné na organizovaných trzích*. Význam dlouhodobých cenných papírů souvisí jednak se zájmem jejich emitentů o dlouhodobé získání velkých objemů finančních prostředků, které bývají nejčastěji použity k dalšímu rozvoji společnosti, ale také se zájmem investorů o dlouhodobé vložení svých disponibilních peněžních zdrojů do takových instrumentů, které by je dále zhodnotily.

Podniky jednotlivců, osobní společnosti a družstva mohou využít ke svému financování jen omezené množství nástrojů finančního trhu. Nevydávají akcie a většinou ani obligace a na finanční trh jsou napojeny pouze prostřednictvím bankovních úvěrů či finančního leasingu. Největší možnost využití služeb finančního trhu tedy mají akciové společnosti, které mohou k zajištění potřebných finančních prostředků využít financování formou navýšení základního kapitálu emisí akcií, což má charakter vlastních zdrojů a nebo financování prostřednictvím obligací, které patří mezi cizí zdroje financování.

4.3 PŘÍSTUPY K OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PODNIKU

Kapitálová struktura podniku je ve finanční teorii charakterizována jako *struktura dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován dlouhodobý majetek*. Ze statického hlediska je zachycena v pasívech rozvahy jako stav k určitému datu. Z dynamického hlediska ukazuje složení dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován přírůstek dlouhodobého majetku za určité období. Pokud jde o optimalizaci kapitálové struktury podniku, představuje samostatné téma především v USA a do Evropy jsou výsledky amerických výzkumů většinou přebírány. (46), (99)

4.3.1 GENEZE TEORIE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Názory na kapitálovou strukturu a její význam vyústily v posledních desetiletích do ucelených teorií. Teoretická diskuse je obsahem zejména časopisů *American Economic Review*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* a dalších odborných periodik. Zjištěné teoretické

přístupy lze rozdělit do dvou skupin. První skupina primárně vychází při hledání optimální kapitálové struktury z obecné ekonomické teorie, kterou aplikuje na zvolený problém a doplňuje empirickým zkoumáním skutečného chování podniků. Druhá skupina klade empirické zkoumání skutečného chování podniků na první místo a doplňuje jej teoretickým zobecněním.

Do první skupiny, tzv. *statických teorií*, lze zařadit zejména model Mertona Millera a Franca Modiglianiho a kompromisní teorie (angl. *trade-off theory*). I když se závěry těchto teorií liší, je jejich cíl shodný, tj. zamyslet se nad tím, zda existuje objektivní rovnovážný cílový stav podniku⁴¹ z hlediska vazby mezi jeho tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou a mají-li se podniky snažit v jednotlivých odvětvích o jeho nalezení a zabezpečení prostřednictvím konkrétních finančních rozhodnutí.

Hlavním představitelem druhé skupiny, tzv. *dynamických teorií*, je Stewart Myers s teorií hierarchického pořádku (angl. *pecking order theory*), založenou na empirickém výzkumu Gorgona Donaldsona. Východiskem této teorie je názor, že optimální kapitálová struktura podniku obecně i konkrétně v jednotlivých odvětvích v podstatě neexistuje a že snahy o přílišná zobecňování při optimalizaci kapitálové struktury z hlediska jejího vlivu na tržní hodnotu podniku mohou být velmi zavádějící. Každý podnik je natolik specifickým organismem fungujícím v konkrétních podmínkách podnikového klimatu a okolních vlivů, že jeho optimalizační snahy nelze přenášet na jiné podniky. Každý podnik přitom průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje⁴². (46)

4.3.2 TEORIE NAČASOVÁNÍ TRHU

Jeden z posledních přístupů ke kapitálové struktuře podniku představuje *teorie načasování trhu* (angl. *market timing theory*), jejímiž autory jsou Baker a Wurgler (2002). Tato teorie se podobně jako teorie hierarchického pořádku nesnaží o hledání optimální kapitálové struktury podniku, respektive nejvhodnější míry zadluženosti podniku. Jejím základním předpokladem je, že podnikoví manažeři se snaží o načasování emise akcií do vhodných tržních podmínek. Tato domněnka byla potvrzena několika mezinárodními výzkumy, které se zabývaly soudobým přístupem podniků ke kapitálové struktuře. Podle teorie tržního načasování je ***kapitálová struktura podniku ovlivněna fluktuací cen na akciových trzích. Za***

⁴¹ Z tohoto důvodu se tyto teorie označují jako statické.

⁴² Z tohoto důvodu se tyto teorie označují jako dynamické.

nejvýznamnější faktor rozhodování o volbě způsobu financování je považována současná cena akcií společnosti a její vnímání manažery jako „podhodnocenou“ nebo „nadhodnocenou“. V případě, že manažeři dospějí k názoru, že akcie společnosti jsou nadhodnoceny, budou preferovat financování formou emise nových akcií. V opačném případě, tedy podhodnocení ceny akcií, se budou snažit o zpětný odkup dříve vydaných akcií a financování formou obligací.

Existují dvě základní vysvětlení výše uvedeného chování firem. První z nich vychází z předpokladu racionálního chování všech ekonomických subjektů. Společnosti emitují akcie co nejdříve po zveřejnění pozitivní informace, která je spojena se snížením informační asymetrie mezi zúčastněnými subjekty, především mezi samotnými emitenty a jejich potenciálními investory. Snížení informační asymetrie je, za jinak stejných podmínek, spojeno se zvýšením ceny akcií, a proto si firmy vytvářejí své vlastní možnosti načasování trhu.

Druhé vysvětlení souvisí s předpokladem, že některý z ekonomických subjektů se chová iracionálně, což vede k nesprávnému ocenění akcií společnosti, které se mění v čase. Pokud manažeři, kteří jednají v zájmu stávajících akcionářů, zjistí, že vnitřní hodnota akcií není v souladu s její tržní hodnotou, budou:

- preferovat emitování nových akcií, když budou stávající akcie nadhodnoceny,
- odkupovat zpět své vlastní akcie, pokud budou podhodnoceny.

Baker a Wurgler (2002) podávají důkazy, že načasování trhu s akciemi má dlouhodobý vliv na kapitálovou strukturu podniků. Definují tzv. *míru načasování trhu*, což je vážený aritmetický průměr potřeb externího kapitálu za uplynulé roky, ve kterém je váha určena tržní a účetní hodnotou firmy. Míra načasování trhu dosahuje vysoké hodnoty v případě, že firmy využívají externího kapitálu v době, kdy je jejich tržní hodnota vysoká. Baker a Wurgler zjistili, že změny v poměru cizího a vlastního kapitálu firem značně souvisí s jejich mírou načasování trhu. Dospěli proto k závěru, že kapitálová struktura firmy je kumulativním výsledkem minulých pokusů načasovat trh s akciemi. (31)

4.4 FINANCOVÁNÍ ROZVOJE SPOLEČNOSTI PROSTŘEDNICTVÍM IPO

4.4.1 VYMEZENÍ POJMU „INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)“

Při hledání relevantních definicí pojmu „*Initial Public Offering*“, pro který se všeobecně používá zkratka „*IPO*“, jsem využil zahraničních zdrojů, a to především ze Spojených států amerických a zemí západní Evropy⁴³.

- Americká SEC⁴⁴ definuje IPO jako „*první veřejné vydání akcií podnikem, který nebyl dosud veřejně obchodován*“.
- NASDAQ⁴⁵ definuje IPO jako „*první prodej akcií soukromé společnosti veřejnosti*“.
- Podobné definice lze nalézt v pracích Welche⁴⁶, který IPO definuje jako „*mechanismus, prostřednictvím něhož se poprvé dostávají akcie neveřejně obchodovatelných společností k běžným investorům*“.
- Autor Ritter⁴⁷ ve svých pracích uvádí, že „*IPO nastává v případě, kdy jsou cenné papíry poprvé prodány široké veřejnosti*“. Dle Rittera se přitom může jednat jak o majetkové cenné papíry (akcie), tak i o cenné papíry dluhového charakteru (obligace).
- V literatuře (90) je IPO definována jako „*první veřejné vydání akcií, které souvisí s rozhodnutím firmy stát se veřejně obchodovatelnou společností*“.
- Dle Cartera⁴⁸ lze IPO definovat jako „*první nabídku akcií nebo obligací veřejnosti emitentem, jehož cenné papíry nebyly doposud kótovány na burze nebo podobném veřejném organizovaném trhu*“.
- Giudici⁴⁹ považuje za IPO „*první umístění cenných papírů, především akcií, na burze*“.

⁴³ V těchto zemích je metoda financování podniků prostřednictvím prvotních veřejných nabídek cenných papírů úspěšně používána od počátku šedesátých let minulého století a velice rychle si získala své místo mezi již zavedenými způsoby financování podnikatelských záměrů korporací.

⁴⁴ Stock & Exchange Commission: „*An IPO is the first public issuance of stock from a company that has not previously been publicly traded*“. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17327.htm>.

⁴⁵ National Association of Securities Dealers Automated Quotation: „*IPO is the first sale of stock by a private company to the public*“. Dostupné z <http://ir.NASDAQ.com/glossary.cfm?FirstLetter=i>.

⁴⁶ WELCH, I. *A First Course in Finance* [online]. 2006, [cit. 2006-08-22]. Dostupné z: <http://welch.econ.brown.edu/book/> 824 s.

⁴⁷ RITTER, J. R. Initial Public Offering. *Contemporary Finance Digest*, 1998, Vol. 2, No. 1, p. 5-30.

⁴⁸ CARTER, R. B. - MANASTER, S. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, 1990, Vol. 45, No. 4, p. 1045. ISSN 0022-1082.

⁴⁹ GIUDICI, G. - VEDOVE, F. D. - RANDONE, P. A. The evolution of Initial Public Offerings in Italy. *BItNotes*, 2005, No. 14, 34 s.

- Khurshed⁵⁰ definuje IPO jako „*první emisi cenných papírů pro širokou veřejnost nebo institucionální investory firmou, která se zároveň kótuje na burze*“.

Z výše uvedených definicí vyplývá, že většina autorů klade při vymezení pojmu IPO důraz na skutečnost, že *firma poprvé nabízí veřejnosti své cenné papíry, v užším slova smyslu akcie, a zároveň vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů*, představovaný nejčastěji burzou jakožto vrcholovou institucí. Podstatné je, že IPO může uskutečnit pouze *emitent, s jehož cennými papíry se v dané době na veřejném trhu cenných papírů neobchoduje*. Přitom většina výše citovaných autorů považuje za IPO i veřejnou nabídku cenných papírů společností, s jejichž cennými papíry se v minulosti na veřejném trhu obchodovalo, pokud nová emise splňuje výše uvedené předpoklady pro IPO.⁵¹ Podle původu akcií nabízených v rámci IPO lze dle literatury (29), (35), (41) rozlišovat:

- *IPO primárních akcií*⁵², při které dochází k emisi nových akcií a jejich uvedení na veřejný primární trh cenných papírů,
- *IPO sekundárních akcií*⁵³, spočívající v nabídce dříve vydaných akcií, se kterými se dosud obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů,
- *kombinovanou IPO*, při které se nově emitované akcie doplňují veřejnou nabídkou stávajících akcií.

Pro Spojené státy americké je dle studie (39) významná především IPO primárních akcií, která představuje 83,63 % ze všech prvotních veřejných nabídek akcií. V kontinentální Evropě je však dle prací Georgena⁵⁴ a Pagana⁵⁵ využívána IPO primárních a sekundárních akcií přibližně ve stejném poměru.

Dle studie (35) je důvodem pro IPO primárních akcií především potřeba dalších finančních prostředků pro rozvoj společnosti, omezená tvorba interních finančních zdrojů a vzrůstající

⁵⁰ KHURSHED, A. Discussion of Does the Presence of Venture Capitalists Improve the Survival Profile of IPO firms? *Journal of Business and Finance*, 2000, Vol. 27, No. 9, p. 1177-1183. ISSN 0306-686X.

⁵¹ Někdy se ještě přihlíží k době mezi předchozí a novou kotací na burze. Například výzkumný tým S. Paleariho z Itálie nepovažuje za IPO veřejnou nabídku uskutečněnou společnostmi, s jejichž akciemi se přestalo na burze obchodovat v minulých pěti letech.

⁵² Zde je třeba upozornit na skutečnost, že v odborné literatuře neexistuje jednotná definice pojmu „primární cenný papír“. Například v literatuře (78), (89) se za primární cenné papíry považují ty, které směřují přímo od emitenta ke konkrétnímu dlužníkovi a jsou spojeny s tzv. přímým financováním.

⁵³ Podobně jako je tomu u primárních cenných papírů, existují v odborné literatuře různé přístupy k vymezení pojmu „sekundární cenný papír“. Např. v literatuře (78), (89) se za sekundární cenné papíry považují cenné papíry vydané finančním zprostředkovatelem a souvisí s tzv. nepřímým financováním.

⁵⁴ GEORGEN, M. *Corporate Governance and Financial Performance: A study of German and UK Initial Public Offerings*. Edward Edgar, Cheltenham, U.K. and Northampton, Massachusetts. 1998.

⁵⁵ PAGANO, M. - PANETTA, F. - ZINGALES, L. Why do companies go public. An empirical analysis. *Journal of Finance*, 1998, Vol. 53, p. 27-64. ISSN 0022-1082.

podíl bankovních úvěrů na celkovém zadlužení společnosti. V případě, že finanční potřeby vyžadují jen relativně malou emisi nových akcií, společnosti často za účelem zvýšení celkového počtu akcií nabízených v rámci IPO uvádějí na trh i své stávající, dříve vydané akcie. Tím dochází ke zvýšení atraktivity prvotní veřejné nabídky a zajištění potřebné likvidity akcií po provedené IPO. Firmy realizující IPO primárních akcií mají, v porovnání s firmami nabízejícími při IPO pouze sekundární akcie, většinou kratší historii a menší velikost⁵⁶.

Naopak stabilizované společnosti s pevným postavením na trhu a vysokou tvorbou interních finančních zdrojů inklinují pouze k nabídce sekundárních akcií. Ta přichází také v úvahu v případě privatizace státních podílů prostřednictvím kapitálového trhu nebo v případě výstupu investora rizikového kapitálu z podnikání, kdy uvedení na burzu je obecně považováno za nejvýnosnější způsob odchodu investora ze společnosti. Za významné pro rozhodnutí společnosti přistoupit k veřejné nabídce akcií bývají často považovány i marketingové podněty⁵⁷.

Z výše uvedeného vyplývá, že rozhodnutí o nabídce primárních nebo sekundárních akcií má význam jak pro samotnou společnost, tak i pro stávající akcionáře. Při IPO primárních akcií nabízí emitent nově vydané cenné papíry a jejich prodejem získává potřebné peněžní prostředky pro své podnikatelské aktivity. Při IPO sekundárních akcií získávají peněžní prostředky stávající akcionáři, jejichž akcie jsou v rámci IPO poprvé uvedeny na veřejný sekundární trh cenných papírů. Lze tedy konstatovat, že ***pro financování dalšího rozvoje společnosti vlastními externími zdroji má význam pouze IPO primárních akcií***, kdy společnost za účelem získání potřebných finančních zdrojů emituje nové akcie, které mohou být pro zvýšení jejich likvidity a atraktivity doplněny i akciemi stávajícími. ***Za alternativu k této formě financování lze považovat veřejnou emisi obligací, která patří mezi cizí externí zdroje financování.***

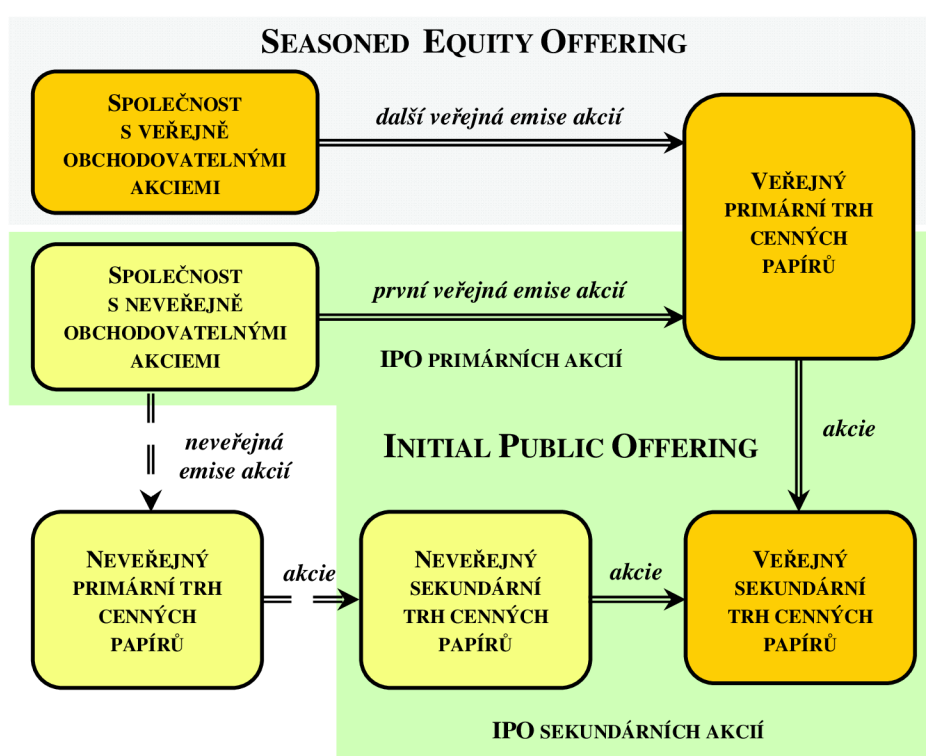
V české odborné literatuře lze definici pojmu „IPO“ nalézt například v literatuře (72): „*IPO představuje úpis nových cenných papírů prvním nabyvatelům*“ nebo v publikacích (42) a (57), kde se pojmem IPO označuje „*primární emise akcií*“. V dokumentech (2) a (48) se za IPO

⁵⁶ Velikost firmy byla ve studii (35) určena hodnotou celkových aktiv a výší tržeb.

⁵⁷ Konkurenční společnosti, které jsou již na burze kótovány, bývají svými partnery v obchodním styku považovány za důvěryhodnější, což společnost motivuje ke vstupu na burzu. Postupné dokumentování finanční stability a transparentnosti společnosti ve veřejných médiích posiluje její celkový profil.

považuje i nová emise akcií firem, s jejichž akciemi se již na veřejném trhu cenných papírů obchoduje.

Při porovnání zahraničních definicí pojmu IPO s jeho pojetím v české literatuře lze nalézt určitý rozpor. Veřejně obchodovatelné společnosti totiž nemohou skutečnou IPO realizovat, a to právě z toho důvodu, že s jejich akciemi se již na veřejném trhu cenných papírů obchoduje. Nový úpis akcií těchto společností se dle soudobé zahraniční literatury, např. (29) a (39) a označuje jako „*Seasoned Equity Offering*“, ve zkratce „*SEO*“. Rozdíl mezi IPO a SEO akcií lze schématicky znázornit pomocí následujícího obrázku.



Obrázek 4-5: Porovnání IPO a SEO akcií [Zdroj: Vlastní zpracování]

Výše uvedený nesoulad mezi vymezením pojmu IPO v české a zahraniční literatuře je dle mého názoru dán nesprávným ztotožněním termínu „*primární emise akcií*“ s anglickým termínem „*Initial Public Offering*“. Tomuto názvu by lépe odpovídal doslovný překlad „*prvotní veřejná nabídka cenných papírů*“, ze kterého je zřejmé, že:

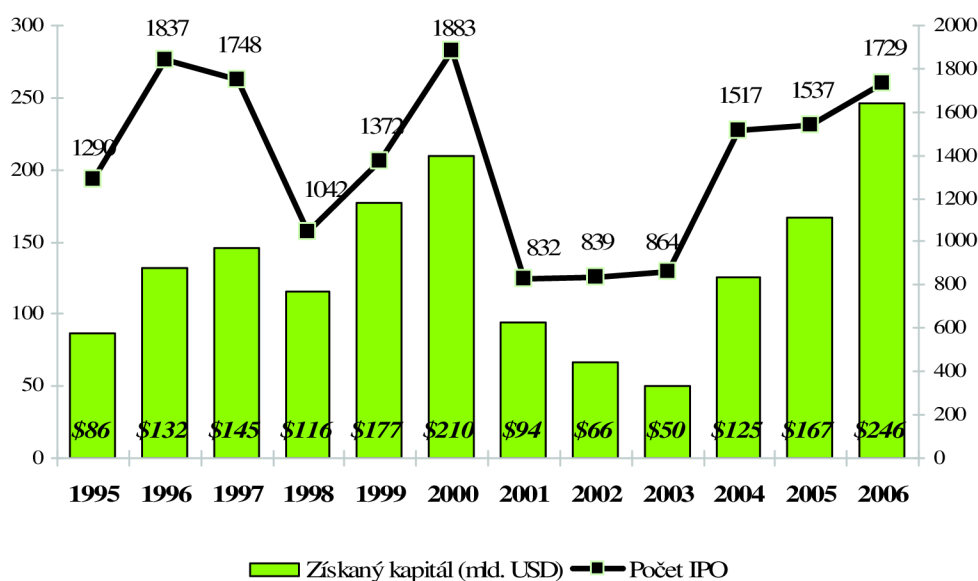
- *IPO může provést pouze společnost, s jejímiž cennými papíry se neobchoduje na veřejném trhu cenných papírů,*

- v širším vymezení tohoto pojmu mohou být veřejnosti nabídnuty jak majetkové cenné papíry (akcie), tak i dluhové cenné papíry (obligace),
- v případě IPO akcií nemusí být vždy emitovány nové akcie (IPO primárních akcií), ale mohou být veřejnosti nabídnuty i dříve vydané akcie (IPO sekundárních akcií).

Vzhledem k charakteru této práce, která je zaměřena na problematiku prvotních veřejných nabídek akcií, bude pojem „Initial Public Offering“ dále používán v užším slova smyslu a „IPO“ bude představovat zkratku pro prvotní veřejnou nabídku akcií.

4.4.2 ANALÝZA VÝVOJE PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ NA SVĚTOVÝCH TRZÍCH

Cílem této kapitoly je poskytnout základní přehled o vývoji počtu prvotních veřejných nabídek akcií a hodnoty kapitálu získaného touto formou financování. Nejprve je analyzován celosvětový vývoj v této oblasti a poté je popsána situace v jednotlivých regionech. Základní přehled o světovém vývoji IPO je uveden v následujícím grafu.

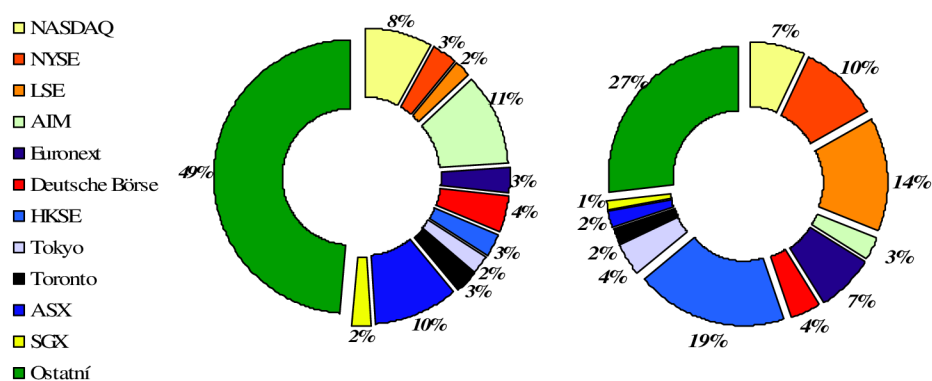


Graf 4-1: Vývoj počtu IPO a získaného kapitálu ve světě v letech 1995 – 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

Z grafu je patrné, že aktivita v oblasti IPO probíhá v cyklech, které se odvíjejí od vývoje cyklů hospodářských. Období jedenácti let zobrazené v grafu, lze rozdělit na čtyři periody. Po období hospodářské stagnace na počátku devadesátých let zejména v USA a Velké Británii, dochází v letech 1995 – 1997 k opětovnému růstu počtu prvotních veřejných nabídek akcií. Zájem o IPO vrcholí v roce 2000, kdy ji uskutečnilo 1883 společností. Na amerických trzích se jednalo především o firmy z *high-tech* sektoru, a proto se toto období přílišného optimismu

na trhu často označuje termínem „*internet bubble*“. Po tomto období dochází v letech 2001 – 2003 k ochlazení zájmu o prvotní veřejné nabídky akcií, a proto jejich počet nepřesahuje hodnotu 900 ročně. Jak ukazuje graf, v roce 2004 dochází ke změně tohoto trendu a počet uskutečněných veřejných nabídek akcií se opět dostal na vzestupnou trajektorii. K nárůstu počtu IPO v posledních třech letech velmi výrazně přispěly tzv. *emerging markets*, tj. nově vznikající trhy. V roce 2006 bylo uskutečněno 1729 prvotních veřejných nabídek akcií a tato hodnota by měla být, dle neoficiálních údajů společnosti *Ernst & Young*, v roce 2007 dokonce mírně překročena. Od vývoje počtu IPO se odvíjí i hodnota získaného kapitálu. V roce 2006 dochází k získání největšího objemu peněžních prostředků, a to cca 246 mld. USD. (22)

V následujícím grafu je uvedeno procentuální rozložení počtu IPO a hodnoty získaného kapitálu v roce 2006 dle hlavních světových burzovních trhů.



Graf 4-2: Počet IPO a hodnota získaného kapitálu dle světových burz v roce 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

Podle počtu IPO patří mezi nejvýznamnější burzovní trhy AIM, ASX, NASDAQ, Deutsche Börse, NYSE, Euronext, Toronto a Tokyo. Počet IPO na těchto trzích představuje ve svém souhrnu přibližně 45 % všech uskutečněných IPO v roce 2006. Z pohledu získaného kapitálu patří mezi nejvýznamnější trhy v roce 2006 HKSE⁵⁸, na které emitenti získali cca 46,1 mld. USD, což představuje 19 % z celkového kapitálu získaného na světových trzích. Dále následuje LSE⁵⁹ se 14 % z celkového kapitálu (33,3 mld. USD) a NYSE s 10 % z celkového kapitálu (24,5 mld. USD).

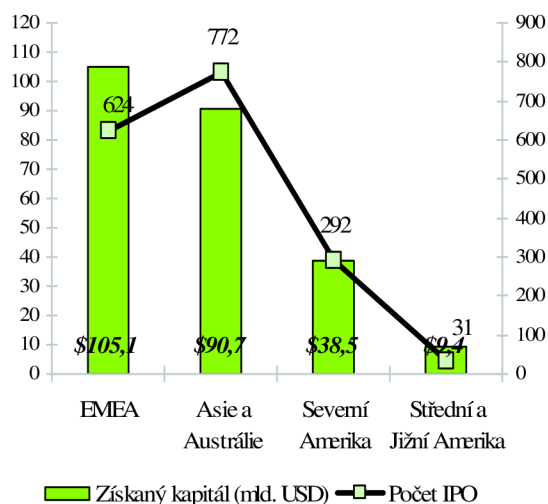
V dalším grafu je uveden počet IPO a hodnota získaného kapitálu podle geografického rozložení v roce 2006. Regionálně má největší podíl na celkovém vývoji oblast EMEA⁶⁰,

⁵⁸ Hong Kong Stock Exchange.

⁵⁹ London Stock Exchange.

⁶⁰ EMEA je zkratka pro Europe, Middle East and Africa.

kteřá zahrnuje Evropu, Střední východ a Afriku. V této oblasti bylo v roce 2006 získáno přes 43 % celkového světového kapitálu z IPO. Významné postavení v oblasti IPO má v současné době i Asie a Austrálie, a to především díky silnému hospodářskému růstu v Číně. Podíl této oblasti na celkové hodnotě získaného kapitálu prostřednictvím IPO představuje cca 37,2 %. V roce 2006 zde bylo realizováno přes 770 prvotních veřejných nabídek akcií⁶¹, což představuje více než 45 % z celkového počtu IPO na světě. Podíl severní Ameriky, tj. USA a Kanady na celkovém výtěžku z IPO představuje v roce 2006 cca 15,8 % a podíl na celkovém počtu IPO přibližně 17 %. Oblast jižní Ameriky je z pohledu počtu IPO i hodnoty získaného kapitálu stabilně velmi nízká. (22)

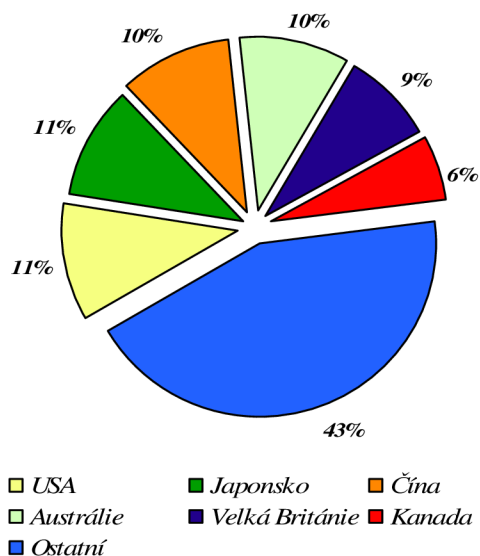


Graf 4-3: Počet IPO a hodnota získaného kapitálu dle geografického rozložení v roce 2006

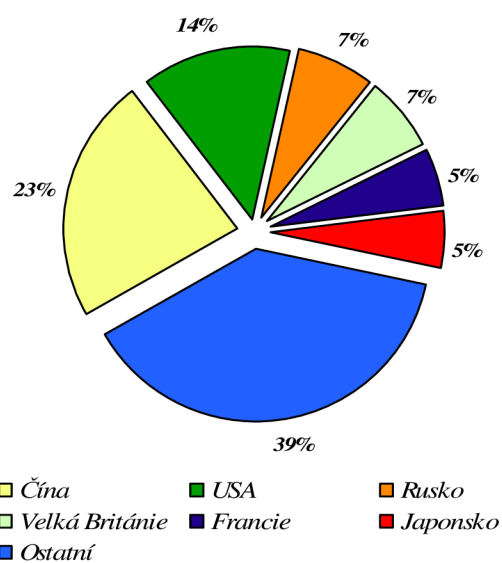
[Zdroj: Ernst & Young]

Pokud se týká jednotlivých zemí, z pohledu počtu IPO v roce 2006 patří mezi nejvýznamnější země USA, Japonsko, Čína, Austrálie a Velká Británie. Největší hodnoty kapitálu získaného prostřednictvím IPO bylo dosaženo v roce 2006 v Číně, USA, Rusku, Velké Británii, Francii a Japonsku.

⁶¹ V Číně a Japonsku se uskutečnilo cca 360 prvotních veřejných nabídek akcií.



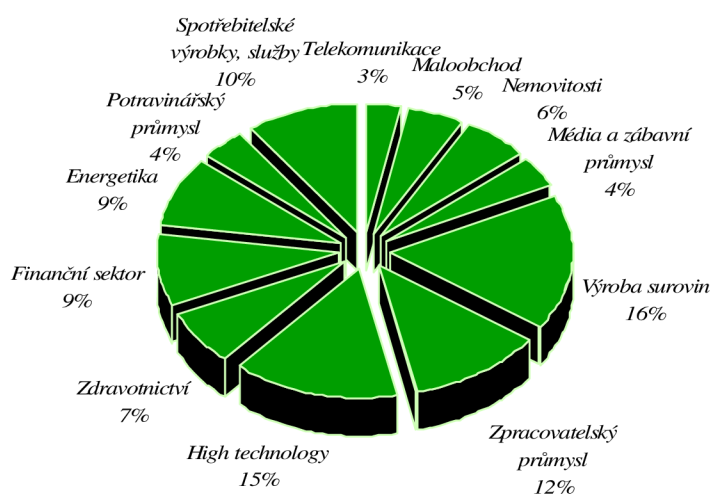
Graf 4-4: Země s největším počtem IPO v roce 2006 [Zdroj: Ernst & Young]



Graf 4-5: Země s největší hodnotou kapitálu získaného prostřednictvím IPO v roce 2006

[Zdroj: Ernst & Young]

Počet firem, které provádí prvotní veřejnou nabídku akcií, se liší i podle hospodářského sektoru, ve kterém působí. V následujícím grafu je uvedeno procentuální rozložení počtu IPO podle ekonomických sektorů emitentů v roce 2006. (22)



Graf 4-6: Počet IPO dle ekonomických sektorů emitentů v roce 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

Z uvedeného grafu je zřejmé, že největší podíl na počtu IPO mělo v roce 2006 odvětví výroby surovin, dále pak technologický sektor a zpracovatelský průmysl. Nejmenší podíl měla média a telekomunikace.

Dříve než bude podrobněji popsána situace v oblasti IPO ve vybraných regionech, považuji za vhodné zmínit faktory, které ovlivňují výběr cílové burzy pro realizaci IPO. Podle zdroje (22) se jedná zejména o:

- geografický domicil emitenta,
- likviditu cílové burzy,
- náklady na IPO na cílové burze,
- administrativní náklady na implementaci regulačních požadavků cílové burzy,
- geografické rozmístění potenciálních investorů v oblasti cílové burzy,
- přístup na další trhy.

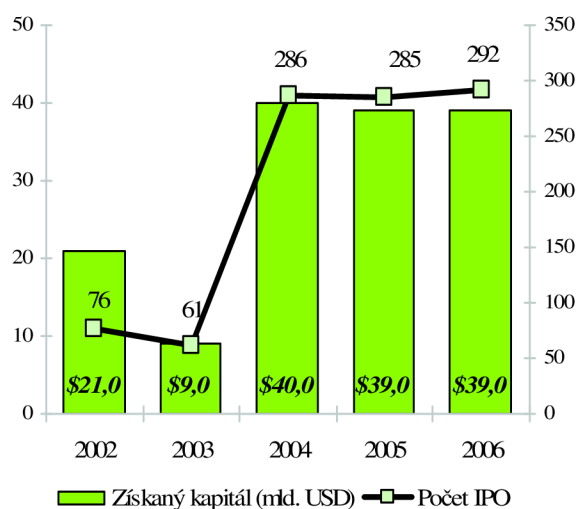
4.4.2.1 Americké trhy

Trh s prvotními veřejnými nabídkami akcií zažil v USA po přijetí regulačních pravidel v oblasti *corporate governance* období recese, které se projevovalo menším zájmem firem o realizaci IPO na amerických trzích. Mezi nejvýznamnější regulace přijaté za účelem zlepšení pravidel dozoru patří tzv. **Sarbanes Oxley Act** z roku 2002, který přinesl změny, zejména pokud jde o audit, účetnictví, strukturu a činnost manažerských rad. Současně byla ustavena

Dozorová rada pro účetnictví veřejných společností⁶², jejímž úkolem je mj. stanovení účetních a auditorských standardů. Uvedená opatření, která byla přijata poté, co vyšlo najevo, že některé americké firmy zkreslovaly účetnictví a jiné finanční dokumenty s cílem zmást trh, změnila uvažování firem o možnosti financovat svůj další rozvoj prostřednictvím IPO v USA. Zejména menší firmy, pro než je povinnost podřídit se *Sarbanes Oxley Act* velmi nákladnou záležitostí, začaly uvažovat o realizaci IPO na zahraničním burzovním trhu, a to především na londýnském AIMu⁶³.

Vzhledem k větší administrativní zátěži kladené na emitenty, která souvisí s přijetím *Sarbanes Oxley Act*, lze za vhodné kandidáty pro realizaci IPO na americkém trhu v současné době považovat spíše starší a etablované společnosti, kterým nečiní problém podřídit se i těm nejpřísnějším standardům na *corporate governance*. Situace je tedy trochu jiná, než byla před několika lety. V devadesátých letech minulého století bylo průměrné stáří firem realizujících IPO na americkém trhu 5 – 7 let, v současné době se jedná o stáří firem přibližně 8 let.

V následujícím grafu je uveden vývoj počtu IPO a hodnoty celkového kapitálu získaného touto formou financování na trzích severní Ameriky v letech 2002 – 2006. (22)



Graf 4-7: Počet IPO a hodnota kapitálu získaného v severní Americe v letech 2002 – 2006

[Zdroj: Ernst & Young]

Graf ukazuje, že i když přijetí *Sarbanes Oxley Act* mělo negativní vliv na vývoj počtu IPO a hodnoty získaného kapitálu, jednalo se pouze o krátkodobý efekt, který se výrazně projevil

⁶² Public Company Accounting Oversight Board.

⁶³ AIM je zkratka pro Alternative Investment Market londýnské burzy. Tento trh byl vytvořen v roce 1995 s cílem umožnit vstup na burzu i menším firmám. V porovnání s hlavním trhem londýnské burzy je více flexibilní a méně regulovaný.

v letech 2002 – 2003. Akcelerace ekonomického růstu tento efekt převážila a opětovně stimulovala zájem o prvotní veřejné nabídky akcií v roce 2004.

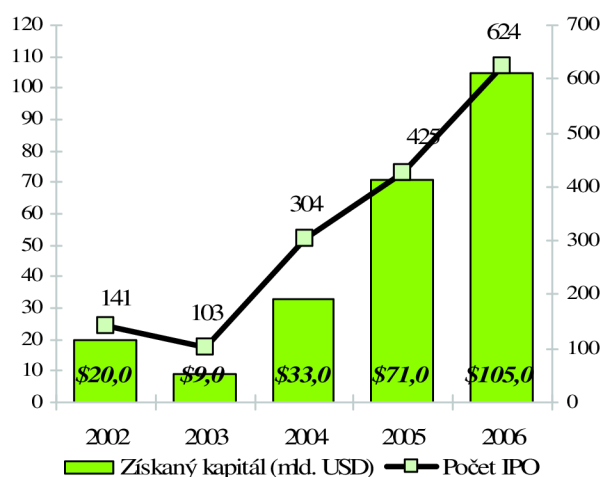
V rámci regionu severní Ameriky, do kterého patří USA a Kanada, tvoří podíl počtu IPO uskutečněných v Kanadě na celkovém počtu IPO v Severní Americe cca 36 %. Hodnota kapitálu získaného prostřednictvím IPO v Kanadě však představuje jen 11,5 % z celkové hodnoty kapitálu získaného formou prvotní veřejné nabídky akcií v severní Americe. Konkrétní hodnoty počtu a výše získaného kapitálu v USA a Kanadě jsou uvedeny v následující tabulce. (22)

ZEMĚ PŮVODU EMITENTA	HODNOTA KAPITÁLU (MLD. USD)	POČET IPO
USA	34,113	187
Kanada	4,431	105
Celkem	38,544	292

Tabulka 4-2: Hodnota kapitálu a počet IPO v USA a Kanadě v roce 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

4.4.2.2 Evropské trhy

Jak již bylo zmíněno výše, oblast Evropy, Středního východu a Afriky je v současné době hlavním světovým regionem z hlediska velikosti kapitálu získaného formou IPO. Na rozdíl od USA, kde mělo přijetí *Sarbanes Oxley Act* negativní dopad na trh s prvotními veřejnými nabídkami akcií, se regulační normy⁶⁴ přijaté v Evropě v počtu IPO nijak výrazně neprojevíly.



Graf 4-8: Počet IPO a hodnota kapitálu získaného v EMEA v letech 2002 – 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

⁶⁴ Jedná se především o implementaci Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS) a směrnice Evropského společenství o prospektu cenného papíru z roku 2003.

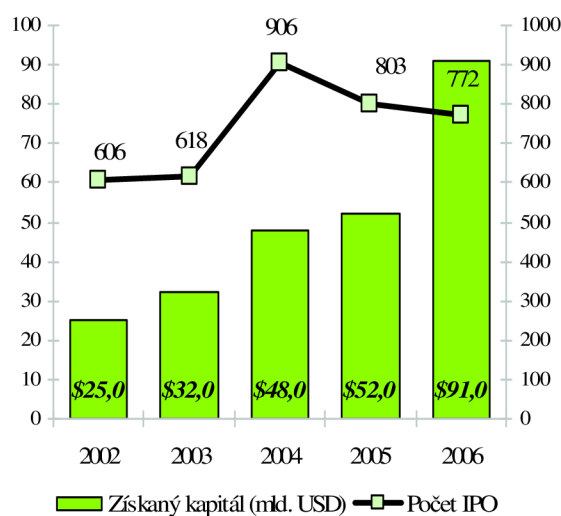
Z grafu 4-8 vyplývá, že počet IPO i hodnota získaného kapitálu od roku 2003 v regionu EMEA stále roste a v roce 2006 zde bylo realizováno 624 prvotních veřejných nabídek akcií s celkovým výtěžkem přes 105 mld. USD. Jak ukazuje tabulka 4-3, v roce 2006 přispěly k růstovému trendu v počtu IPO především firmy z Velká Británie, Francie a Německa. Korporace z těchto zemí se na celkovém počtu IPO v regionu EMEA podílely cca 46 %. Největší hodnotu kapitálu, přes 18 mld. USD, získaly ruské společnosti, což potvrzuje stále větší význam *emerging markets* pro rozvoj financování podniků prostřednictvím prvotních veřejných nabídek akcií. (22)

ZEMĚ PŮVODU EMITENTA	HODNOTA KAPITÁLU (MLD. USD)	POČET IPO
Rusko	18,008	21
Velká Británie	17,188	151
Francie	12,985	75
Německo	8,257	63
Itálie	6,054	23
Nizozemí	4,150	13
Saudská Arábie	4,022	12
Španělsko	3,823	10
Ostatní	30,598	256
Celkem	105,085	624

Tabulka 4-3: Hodnota kapitálu a počet IPO v EMEA roce 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

4.4.2.3 Asijské a australské trhy

Oblast Asie a Austrálie již dlouhodobě představuje region s největším počtem IPO na světě. Jak ukazuje graf 4-9 v roce 2006 zde bylo uskutečněno 772 prvotních veřejných nabídek akcií s celkovým výtěžkem 91 mld. USD. Prvenství v počtu IPO v této oblasti již tradičně zaujímá Čína a Japonsko. Korporace pocházející z těchto dvou zemí se na celkovém počtu IPO v Asii a Austrálii v roce 2006 podílely více než 46 %. Jak ukazuje tabulka 4-4, nejvyšší hodnotu kapitálu z IPO získaly čínské podniky, a to především z důvodu privatizace dvou státních bank prostřednictvím kapitálového trhu. Jednalo se o *the Industrial and Commercial Bank of China* se získaným kapitálem cca 22 mld. USD a *Bank of China*, která prostřednictvím IPO dosáhla výtěžku ve výši cca 11 mld. USD. (22)



Graf 4-9: Počet IPO a hodnota kapitálu získaného v Asii a Austrálii v letech 2002 – 2006

[Zdroj: Ernst & Young]

ZEMĚ PŮVODU EMITENTA	HODNOTA KAPITÁLU (MLD. USD)	POČET IPO
Čína	56,616	175
Japonsko	12,798	185
Indie	7,233	78
Jižní Korea	5,075	65
Austrálie	4,204	173
Thajsko	2,173	19
Ostatní	2,624	77
Celkem	90,723	772

Tabulka 4-4: Hodnota kapitálu a počet IPO v Asii a Austrálii v roce 2006 [Zdroj: Ernst & Young]

4.4.3 DŮVODY PRO USKUTEČNĚNÍ IPO A S NÍ SPOJENÉ VÝHODY A NEVÝHODY

V odborné literatuře lze nalézt velké množství důvodů pro vstup firmy na kapitálový trh formou IPO. Dle literatury (69) existují tři hlavní důvody pro realizaci IPO:

- 1) *zvýšení kapitálu a získání dalších finančních prostředků pro růst společnosti,*
- 2) *vylepšení jména a image společnosti,*
- 3) *získání výhod pro stávající akcionáře.*

Většina autorů odborné literatury uvádí jako hlavní důvod pro realizaci IPO *získání potřebných finančních zdrojů pro rozvoj společnosti bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním.* K realizaci veřejné emise akcií přistupují nejčastěji podniky, které

se nachází v situaci, kdy pro financování jejich expanzivních plánů již nestačí interní zdroje ani bankovní úvěry. Získání peněžních prostředků formou IPO by mělo být zajímavou alternativou 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, neboť všechny tyto faktory dle zdroje (68) zvyšují pravděpodobnost úspěšné realizace IPO.

Dle literatury (69) představuje prvotní veřejná nabídka akcií *mimořádnou finanční operaci*, která umožňuje společnosti zlepšit její likviditu a kapitálovou strukturu. Z tohoto důvodu lze považovat rozhodnutí firmy stát se veřejně obchodovatelnou společností za výsledek její finanční politiky, která vede k optimalizaci kapitálové struktury. Získaný kapitál pak bývá využit zejména k posílení růstu společnosti a k akvizicím dalších společností na domácím nebo zahraničním trhu.

Pokud je podnikem generované cash flow nedostatečné, burza cenných papírů nabízí příležitost, jak získat likvidní zdroje bez využití finančních zprostředkovatelů, jakými jsou banky nebo fondy rizikového kapitálu. (33) Současně, za jinak stejných podmínek, emitováním akcií roste vlastní kapitál společnosti, a tím dochází ke snižování úrovně zadlužení.

V následujícím příkladě je znázorněn dopad IPO a bankovního úvěru na cash-flow a výsledek hospodaření podniku. Příklad vychází z následujících předpokladů:

- podnik potřebuje získat dodatečné finanční zdroje ve výši 30 milionů EUR,
- náklady spojené s realizací IPO činí a) 5 %, b) 10 % ,
- alternativou k IPO je bankovní úvěr s úrokovou sazbou 5 % p.a. a pravidelnými ročními splátkami po dobu a) 5-ti let, b) 10-ti let,
- dividendová politika podniku ani zhodnocení kapitálu za dané časové období (tzv. časová hodnota peněz) nejsou brány v úvahu.

Vliv financování formou IPO na cash-flow a výsledek hospodaření podniku je uveden v následující tabulce.

FINANCOVÁNÍ FORMOU IPO (MIL. EUR)			
REALIZAČNÍ NÁKLADY 5 %		REALIZAČNÍ NÁKLADY 10 %	
Příjem	30,00	Příjem	30,00
Výdaj	1,50	Výdaj	3,00
Cash flow	28,50	Cash flow	27,00
Náklad	1,50	Náklad	3,00
Výnos	0,00	Výnos	0,00
Výsledek hospodaření	- 1,50	Výsledek hospodaření	- 3,00

Tabulka 4-5: Vliv IPO na cash-flow a výsledek hospodaření podniku [Zdroj: Vlastní zpracování]

Vliv financování formou bankovního úvěru na cash-flow a výsledek hospodaření podniku je uveden v tabulce 4-6.

FINANCOVÁNÍ FORMOU BANKOVNÍHO ÚVĚRU (MIL. EUR)			
DOBA SPLATNOSTI 5 LET		DOBA SPLATNOSTI 10 LET	
Příjem	30,00	Příjem	30,00
Výdaj ⁶⁵	34,50	Výdaj	38,25
Cash flow	- 4,50	Cash flow	- 8,25
Náklad	4,50	Náklad	8,25
Výnos	0,00	Výnos	0,00
Výsledek hospodaření	- 4,50	Výsledek hospodaření	- 8,25

Tabulka 4-6: Vliv bankovního úvěru na cash-flow a výsledek hospodaření podniku

[Zdroj: Vlastní zpracování]

Z uvedeného srovnání je zřejmé, že *jak z pohledu cash-flow, tak z pohledu výsledku hospodaření se IPO jeví jako výhodnější forma financování než bankovní úvěr*, a to i za cenu vyšších nákladů na realizaci IPO.

Posilování firemního profilu i jednotlivých finančních ukazatelů může být v neposlední řadě důležité při sjednávání výhodnějších podmínek s bankovními institucemi a obchodními partnery. Již samotná realizace důkladného právního, finančního a ekonomického prověření emitenta, tzv. *due diligence* v průběhu přípravy na IPO může mít pozitivní efekt při hodnocení rizikovosti společnosti. Následná povinnost veřejné prezentace hospodářských výsledků vede obvykle k využívání účinnějších kontrolních a informačních mechanismů i ke zlepšení provozní výkonnosti.

⁶⁵ Zahrnuje splátku jistiny a zaplacených úroků během doby splatnosti úvěru.

Uvedení společnosti na burzovní trh lze také považovat za významný *marketingový nástroj*. Veřejně obchodovatelné společnosti jsou mnohem intenzivněji sledované médii než ostatní soukromé společnosti. Spolu s vlastní reklamou lze tuto synergii využít k propagaci produktu a získání dalších zákazníků či obchodních partnerů. (42)

Poslední skupina přínosů souvisí s *výhodami pro stávající akcionáře*, kteří v případě veřejné obchodovatelnosti akcií mohou snáze odprodat své obchodní podíly ve společnosti. Častým důvodem k realizaci IPO je záměr majoritního vlastníka snížit svůj podíl ve společnosti. V některých případech pomáhá IPO vyřešit problém „*generační obměny*“ v rodinných podnicích. (63) Rodinné nebo úzkým okruhem lidí vlastněné společnosti se mohou v průběhu existence dostat do problému s hledáním nástupce ředitele, kterým je nejčastěji původní zakladatel společnosti. Vlastní profesní dráha ostatních členů rodiny a komplikace s předáním řízení společnosti vhodné osobě mohou být pozitivně řešeny formou IPO, tedy transformací soukromé na veřejně obchodovatelnou společnost, ve které jsou role vlastníka a profesionálního vedení firmy odděleny. (42)

Emitující společnosti obvykle vede k realizaci IPO *kombinace několika výše uvedených důvodů*. V současné době společnosti často přistupují k této formě financování jak z důvodu získání potřebného kapitálu, tak i kvůli potřebě některých stávajících akcionářů (např. fondu rizikového kapitálu), kteří chtějí v rámci IPO odprodat své podíly ve společnosti.

Vedle výše uvedených přínosů je IPO také spojena s řadou nákladů, poplatků a povinností, které lze obecně považovat za nevýhody této formy financování. Některé náklady přímo souvisí s uvedením společnosti na veřejný trh cenných papírů (burzu), např. *náklady na samotný proces IPO a náklady na intenzivní formu zveřejňování informací investorům a veřejnosti*, ostatní náklady pak mohou být nepřímého charakteru, a lze za ně považovat např. *náklady na restrukturalizaci organizace či managementu*. (69)

V případě porovnání nákladnosti IPO s ostatními zdroji financování je třeba si uvědomit, že vynaložené náklady na realizaci IPO nepředstavují pouze tzv. cenu za získání potřebných finančních zdrojů, jako je tomu v případě dluhového financování, u kterého lze za hlavní náklad považovat placené úroky. Náklady vynaložené v procesu přípravy IPO, např. náklady spojené s implementací Mezinárodních standardů účetního výkaznictví, náklady na zavedení principů *corporate governance* a částečně i náklady na *due diligence* jsou spojeny s přínosy pro společnost i bez realizace IPO, a nepředstavují tak jen účelově vynaložené výdaje na získání potřebných finančních zdrojů.

Nepřímým nákladem spojeným s IPO je dle literatury (69) tzv. *underpricing*, neboli *podhodnocení emisního kurzu akcií*. Dle literatury (68) mají investoři obvykle méně informací o skutečné hodnotě podniku než samotní emitenti. Tato skutečnost nepříznivě působí na cenu akcií nabízených při IPO a determinuje význam *underpricingu*, který je důležitý pro jejich úspěšné upsání. Rock (1986) a Chemmanur a Fulghieri (1995) zdůrazňují, že náklady spojené s *underpricingem* jsou významné především u malých společností s kratší podnikatelskou historií, které ještě nedosahují průměrného výkonu v odvětví. Z toho vyplývá, že pokud se týká *pravděpodobnosti úspěšného vstupu firmy na kapitálový trh, měla by pozitivně korelovat s věkem a/nebo velikostí společnosti*.

Veřejná emise akcií je také spojena s *nefinančními nevýhodami*. Obecně bude podnikání společnosti po vstupu na veřejné kapitálové trhy mnohem *podrobněji a kritičtěji sledováno*. Na jedné straně budou stát akcionáři společnosti, jejichž různé reakce na hospodářské výsledky společnosti mohou mít vliv na kurz akcií. Na druhé straně pak stojí nerozhodnutí investoři, analytici, banky, obchodní partneři, konkurence a další subjekty, které výkonnost společnosti z mnoha důvodů sledují a porovnávají s ostatními společnostmi v daném odvětví. Plnění *pravidelné informační povinnosti* je jednou z podmínek veřejné obchodovatelnosti akcií.

Možnost růstu společnosti formou převzetí dalších společností se může odehrát i v obrácené roli, kdy se společnost sama stane předmětem nákupu, tj. *nepřátelského převzetí*. (42) Této situaci lze do jisté míry zabránit upsáním pouze omezeného množství akcií v rámci jejich prvotní veřejné nabídky. V každém případě však noví akcionáři získají možnost podílet se na řízení společnosti a právo na informace o dění ve společnosti.

Skutečnost, že společnosti, které jsou kótované na burze musí plnit pravidelnou informační povinnost, s sebou přináší *riziko odhalení důležitých podnikatelských záměrů* konkurencí. Společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi musí podléhat pravidelnému dohledu auditorů, kteří netolerují jakékoli „obcházení“ účetních a daňových zákonů. Yosha (1995) ve svém výzkumu dochází k závěru, že i když jsou náklady spojené s realizací IPO přiměřeně vysoké, společnosti citlivé na zveřejňování informací se často rozhodou pro nerealizaci IPO z důvodu pravidelné informační povinnosti. *Tato skutečnost vypovídá o negativní závislosti mezi citlivostí na zveřejňování informací (především v oblasti výzkumu a vývoje) v odvětví společnosti a pravděpodobností uskutečnění IPO*.

V následující tabulce jsou shrnuty výše uvedené aspekty IPO, které je možné označit za hlavní výhody a nevýhody související se vstupem společnosti na kapitálový trh touto formou.

PRVOTNÍ VEŘEJNÁ NABÍDKA AKCIÍ (INITIAL PUBLIC OFFERING)	
VÝHODY	NEVÝHODY
<ul style="list-style-type: none"> získání potřebných finančních prostředků pro rozvoj společnosti bez omezení, která jsou spojena s dluhovým financováním 	<ul style="list-style-type: none"> přímé a nepřímé náklady spojené s přípravou a realizací IPO
<ul style="list-style-type: none"> optimalizace kapitálové struktury společnosti a snížení rizika jejího zadlužení 	<ul style="list-style-type: none"> přímé a nepřímé náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií
<ul style="list-style-type: none"> zvýšení důvěryhodnosti a vyjednávací síly společnosti s bankovními a jinými institucemi 	<ul style="list-style-type: none"> rozšíření vlastnické struktury společnosti na další akcionáře (investory)
<ul style="list-style-type: none"> možnost externího růstu pomocí akvizic 	<ul style="list-style-type: none"> ztráta rozhodovací autonomie
<ul style="list-style-type: none"> zvýšení likvidity akcií a příležitost pro jejich prodej stávajícími akcionáři 	<ul style="list-style-type: none"> možnost úniku strategických informací
<ul style="list-style-type: none"> příležitost pro vyřešení problému s generační obměnou ve společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> ztráta výhod plynoucích z čistě soukromé společnosti

Tabulka 4-7: Hlavní výhody a nevýhody spojené s IPO [Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (69)]

Na základě výzkumu hlavních důvodů pro uskutečnění IPO, který byl proveden u 300 amerických společností, vyšlo najevo, že **hlavním důvodem, proč společnosti realizují IPO, je zlepšení likvidity podniku a nutnost určit cenu akcie společnosti k usnadnění akvizičního procesu**. Naproti tomu tyto společnosti přikládají menší význam důvodům spojeným s náklady kapitálu či zlepšením kapitálové struktury podniku. (11)

4.4.4 CYKlickÉ PROJEVY PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ

Dle literatury (69) se prvotní veřejné nabídky akcií vyznačují svými cyklickými projevy. Téměř na všech světových akciových trzích je možné v jejich historii nalézt období s vysokým počtem prvotních veřejných nabídek akcií, která se označují jako tzv. „**horké trhy s IPO**“, v angl. terminologii „*hot IPO markets*“. Tato období se následně střídala s obdobími s velmi nízkým, případně žádným počtem nových IPO, tzv. „**chlazenými trhy s IPO**“, v angl. originálu „*cold IPO markets*“. Setrvačnost tohoto jevu zaujala pozornost světové vědecké veřejnosti, která se zabývá zkoumáním prvotních veřejných nabídek akcií. V současné době existují tři možná vysvětlení cyklického chování IPO, která jsou založena na těchto aspektech:

1. **celkové ekonomické podmínky (podmínky pro podnikání),**
2. **informační asymetrie mezi investory a emitenty,**

3. *smýšlení (nálada) investorů.*

Na základě prvního vysvětlení je intenzita nových IPO ovlivněna celkovými ekonomickými podmínkami. Dle literatury (25), (37) *se akciový kapitál stává dostupným v rostoucí ekonomice, protože existují vysoká zisková očekávání jak na straně emitentů, tak na straně investorů.*

Druhé vysvětlení souvisí s časově proměnlivou informační asymetrií mezi investory a emitenty. *Pokud existuje vysoký stupeň informační asymetrie, investoři znejistí a požadují nižší cenu, a to společnosti přesvědčí, aby odložily realizaci IPO do příznivějších období.* (37) V případě, že informační asymetrie poklesne, resp. neexistuje⁶⁶, počet IPO vzroste. Jako příklad lze uvést radikální technologické inovace, které se vždy těší velkému zájmu veřejnosti a potenciálních investorů. Přitom je třeba si uvědomit, že zájem o nové technologické inovace není ve všech odvětvích stejný, a proto se zvýšený počet IPO objeví vždy jen v určitých sektorech. Tento názor je podpořen skutečností, že v období „horkých trhů s IPO“ vstupuje na kapitálový trh velké množství firem, které se však rekrutují jen z několika málo odvětví. (69)

Poslední vysvětlení cyklického chování IPO bere v úvahu *smýšlení (náladu) investorů.* Pokud jsou investoři optimisticky naladěni, dojde ke zvýšení zájmu o nové akcie, a to v konečném důsledku přinese snížení nákladů na akciový kapitál, což umožní firmám realizovat i méně ziskové projekty. Tyto nové investiční příležitosti pak stimulují společnosti ke vstupu na kapitálový trh. (60), (69)

Výše uvedená vysvětlení proměnlivého počtu IPO je možné shrnout v následujících bodech:

1. *Společnosti vstupují na kapitálových trh jen za příznivých ekonomických podmínek, které jim umožní jejich další růst a rozvoj.*
2. *Investoři neradi vkládají své peněžní prostředky do společností, které nejsou v jejich povědomí a do společností z „neatraktivních“ odvětví.*
3. *Společnosti chtějí využít pozitivního naladění investorů, a proto emitují akcie na veřejném trhu v období, kdy je po nich zvýšená poptávka.*

Dále budou stručně shrnuty nejdůležitější závěry z empirických studií, které se zabývaly ověřením výše uvedených vysvětlení. Je třeba si však uvědomit, že *v současné době nejsou*

⁶⁶ Tento stav je charakteristický pro dokonalé trhy a lze jej považovat za ideální.

empirické studie schopny identifikovat, která z těchto tří vysvětlení mají hlavní vliv na kolísání v počtu IPO.

Lowry (2002) dochází ve své studii k závěru, že cyklická chování IPO skutečně souvisí s podmínkami pro podnikání a náladou investorů. Nicméně Ivanov a Lewis (2005) upozorňují na to, že fluktuace v počtu IPO by měla být zkoumána podle jednotlivých sektorů a nikoliv jen na agregátní úrovni. Relevantnost tohoto tvrzení dokazují tím, že podnikatelské podmínky a smýšlení investorů mohou vysvětlit cyklickou povahu IPO u výrobních společností, nicméně tato vysvětlení již nelze aplikovat u společností z finančního sektoru. Naopak v oblasti služeb lze identifikovat mnohem více faktorů, které mají vliv na počet IPO a nelze empiricky dokázat, které z nich jsou významné.

Dle zdroje (69) nelze při studiu fluktuace vstupu na akciové trhy opomenout vliv médií, která mohou ovlivnit trh tím, že filtrují a potvrzují informace, což ve svém důsledku vede k redukci nákladů na snížení informační asymetrie. *Lze předpokládat, že čím více budou mít investoři informací o jednotlivých společnostech, tím větší budou mít zájem o nákup jejich akcií.* Falkenstein (1996) a Barber (2005) ve svých studiích dokazují, že individuální i institucionální investoři ve svých portfoliích drží především akcie těch firem, které se těší velkému zájmu médií.

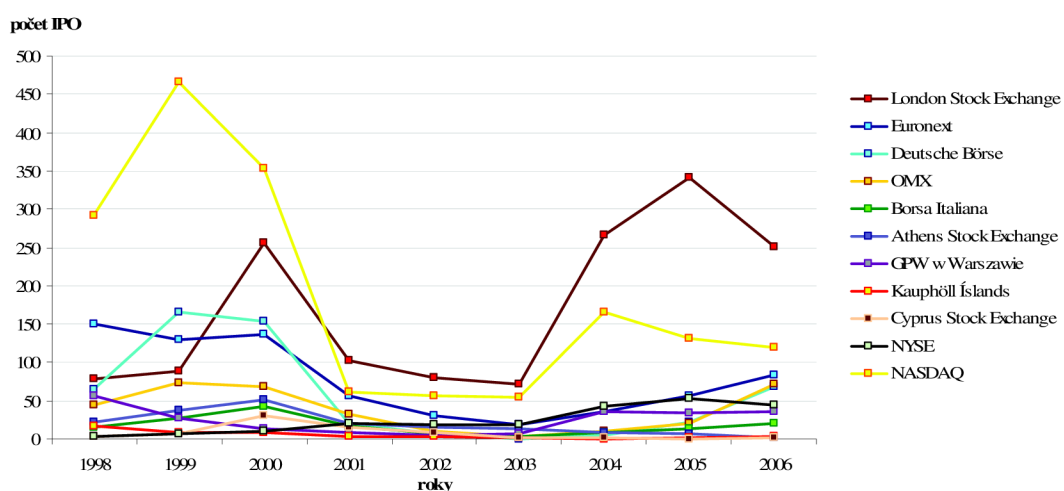
Hlavní empirické důkazy, které se zabývají vysvětlením výše uvedeného cyklického chování prvotních veřejných nabídek akcií lze shrnout následujícím způsobem:

- *Ekonomické podmínky a smýšlení investorů mohou vysvětlit cyklickou povahu IPO u výrobních společností, nikoli však u finančních společností. (38)*
- *Investiční fondy se snaží vyhnout nákupu akcií společností s nízkým zájmem médií. (24) Kromě toho, individuální investoři mají tendenci vybírat si akcie takových společností, které jsou často prezentovány v médiích. (5)*

Cyklické chování prvotních veřejných nabídek akcií lze dokumentovat pomocí jejich počtu na jednotlivých veřejných trzích. V následující tabulce a grafu je uveden počet IPO na vybraných světových trzích v letech 1998 – 2006.

BURZA	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
NYSE	4	7	10	21	18	18	43	53	44
NASDAQ	291	466	354	62	57	55	165	132	119
Americké trhy celkem	295	473	364	83	75	73	208	185	163
London Stock Exchange	78	88	256	102	81	72	267	341	251
Euronext	150	129	136	57	31	19	35	56	83
Deutsche Börse	65	165	153	20	6	0	5	22	68
BME	4	10	9	3	3	0	3	1	10
SWX Swiss Exchange	17	17	20	5	1	0	3	9	7
OMX	44	74	69	32	10	4	10	20	71
Borsa Italiana	16	27	42	17	6	4	8	13	21
Oslo Børs	-	-	-	-	6	4	20	42	19
Athens Stock Exchange	23	37	52	21	15	13	9	6	2
Wiener Börse	2	4	8	8	2	7	1	6	6
Irish Stock Exchange	-	-	3	0	0	0	2	4	6
GPW w Warszawie	57	28	13	9	5	6	36	34	35
Borse de Luxembourg	0	2	3	1	1	0	0	0	1
Burza CP Praha	0	0	0	0	0	0	1	0	2
Budapesti Értéktőzsde	3	1	0	0	0	0	1	0	3
Kauphöll Íslands	17	8	9	3	3	2	0	2	4
Cyprus Stock Exchange	4	6	30	15	9	1	1	0	2
Ljublanska Borza	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Burza CP v Bratislave	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Borza ta' Malta	1	1	2	2	1	0	0	0	0
Evropské trhy celkem	481	597	805	295	181	132	402	556	593
Světové trhy celkem	776	1070	1169	378	256	205	610	741	756

Tabulka 4-8: Vývoj počtu IPO na vybraných světových trzích v letech 1998 – 2006 [Zdroj: Paleari (2007)]



Graf 4-10: Vývoj počtu IPO na vybraných světových trzích v letech 1998 – 2006

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (70)]

Z uvedené tabulky a grafu vyplývá, že po období 2001 – 2003, ve kterém došlo k výraznému poklesu v počtu nových emisí akcií, dochází od roku 2004 k jejich postupnému nárůstu. Z hlediska počtu IPO lze za nejvýznamnější evropský kapitálový trh považovat londýnskou burzu. U ostatních evropských burz, jako například Euronext, Deutsche Börse, BME, OMX a Borsa Italiana lze v roce 2006 pozorovat **výrazný nárůst v počtu IPO**. V porovnání s rokem 2005 se počet nabídek na těchto burzách více než zdvojnásobil. Rok 2006 byl také významný pro některé regionální burzy, například pražskou a budapešťskou, na nichž se po několika letech objevily další prvotní veřejné nabídky akcií.

4.4.5 ANALÝZA SPECIFICKÝCH FENOMÉNŮ SPOJENÝCH S IPO

4.4.5.1 Podhodnocení emisního kurzu

Dle literatury (61), (69) **většinou existuje kladný rozdíl mezi kurzem akcií vytvořeným během prvního dne obchodování na sekundárním trhu a emisním kurzem akcií při IPO**. Ve světové odborné literatuře je tato skutečnost označována termínem „*underpricing*“, pro který je možné zavést český výraz „*podhodnocení*“ **emisního kurzu akcií**.

Underpricing je v současné době jedním z nejvíce diskutovaných témat spojených s prvotními veřejnými nabídkami akcií. Empirické studie ukazují, 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 s kratší historií tento rozdíl někdy přesahuje i 50 %. Na méně rozvinutých trzích, např. v jihovýchodní Asii, Brazílii, Řecku nebo Portugalsku, a v období žhavých trhů s IPO (tzv. „*hot issue markets*“) může podhodnocení emisního kurzu vzrůst až na 80 %. Tato skutečnost na jedné straně stimuluje poptávku investorů po prvotních veřejných nabídkách, neboť mohou realizovat kapitálový zisk již několik málo dnů po jejich uskutečnění. Na straně druhé představuje **implicitní náklad IPO**, neboť společnosti, resp. původní akcionáři (při nabídce sekundárních akcií) získávají méně peněžních prostředků. Počáteční výnosnost akcie je možné vyjádřit pomocí následujícího vzorce:

$$IR = \frac{(P_1 - P_E)}{P_E} \cdot 100,$$

kde IR = počáteční výnosnost akcie v %,

P_I = kurz akcie na konci prvního dne obchodování emise na sekundárním trhu⁶⁷,
 P_E = emisní kurz akcie.

Vzhledem k tomu, že mezi stanovením emisního kurzu a začátkem obchodování emise na sekundárním trhu existuje vždy určitá časová prodleva, během které se akciové trhy vyvíjejí, lze při výpočtu *underpricingu* zohlednit změnu akciových kurzů. *Underpricing* upravený dle vývoje na akciovém trhu lze vyjádřit následujícím způsobem:

$$IR_M = \left[\frac{(P_I - P_E)}{P_E} - \frac{M_1 - M_0}{M_0} \right] \cdot 100,$$

kde IR_M = počáteční výnosnost akcie po 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 akcií při IPO lze určit pomocí následujícího vzorce:

$$UC = (P_I - P_E) \cdot MC,$$

kde UC = náklady související s podhodnocením emisního kurzu akcií při IPO,
 P_I = kurz akcie na konci prvního dne obchodování emise na sekundárním trhu,
 P_E = emisní kurz akcie,
 MC = velikost emise (tržní kapitalizace IPO).

Dle literatury (41) má podhodnocení emisního kurzu také negativní dopad na vliv původních akcionářů ve společnosti, neboť ta bude nucena za účelem získání potřebné výše peněžních prostředků vydat více nových akcií. Jinými slovy řečeno, v případě absence „podhodnocení“ emisního kurzu by společnost mohla získat požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu akcií, a tím by se méně oslabil vliv původních akcionářů ve společnosti. ***Význam podhodnocení emisního kurzu akcií je proto přímo úměrný podílu nabízených akcií na základním kapitálu společnosti***⁶⁸.

⁶⁷ Někteří autoři při výpočtu *underpricingu* používají počáteční kurz, za který se s akciemi poprvé obchoduje na sekundárním trhu.

⁶⁸ Pokud se akcionáři rozhodnou prodat například 20 % svých akcií a podhodnocení emisního kurzu je odhadováno na 10 % z tržní hodnoty akcií, ztráta představuje 2 % z tržní hodnoty podniku. V případě, že by společnost nabízela investorům veškerý svůj akciový kapitál, bude ztráta odpovídat celým 10-ti %.

Vliv podhodnocení emisního kurzu akcií na velikost získaných peněžních prostředků (bohatství) a podíl původních akcionářů ve společnosti lze ilustrovat pomocí následujícího příkladu. Uvažujme o prvotní veřejné nabídce akcií, která má následující charakteristiky:

- množství akcií vydaných před IPO = 14,000.000 ks,
- hrubý výnos z IPO = 60,000.000 EUR,
- *free float*⁶⁹ = 30 %,
- stávající akcionáři neprodají žádné akcie.

Předpokládejme dále, že na trhu mohou nastat následující situace:

- a) podhodnocení emisního kurzu neexistuje,
- b) podhodnocení emisního kurzu je ve výši 15 %.

V případě požadování *hrubého výnosu z IPO ve výši 60,000.000 EUR* jsou parametry emise uvedeny v následující tabulce.

PARAMETRY IPO	NEEXISTENCE UNDERPRICINGU	UNDERPRICING VE VÝŠI 15 %
Emisní kurz akcií při IPO	10 EUR / akcie	8,5 EUR / akcie
Počet emitovaných akcií	6,000.000 ks	7,058.824 ks
Počet akcií po realizaci IPO	20,000.000 ks	21,058.824 ks
Hrubý výnos z IPO	60,000.000 EUR	60,000.000 EUR
Podíl původních akcionářů ve společnosti po realizaci IPO	70,00 %	66,48 %

Tabulka 4-9: Parametry emise v případě hrubého výnosu z IPO ve výši 60,000.000 EUR

[Zdroj: Vlastní zpracování]

V případě požadování *free floatu ve výši 30 %* jsou parametry emise uvedeny v tabulce 4-10.

PARAMETRY IPO	NEEXISTENCE UNDERPRICINGU	UNDERPRICING VE VÝŠI 15 %
Emisní kurz akcií při IPO	10 EUR / akcie	8,5 EUR / akcie
Počet emitovaných akcií	6,000.000 ks	6,000.000 ks
Počet akcií po realizaci IPO	20,000.000 ks	20,000.000 ks
Hrubý výnos z IPO	60,000.000 EUR	51,000.000 EUR
Podíl původních akcionářů ve společnosti po realizaci IPO	70,00 %	70,00 %

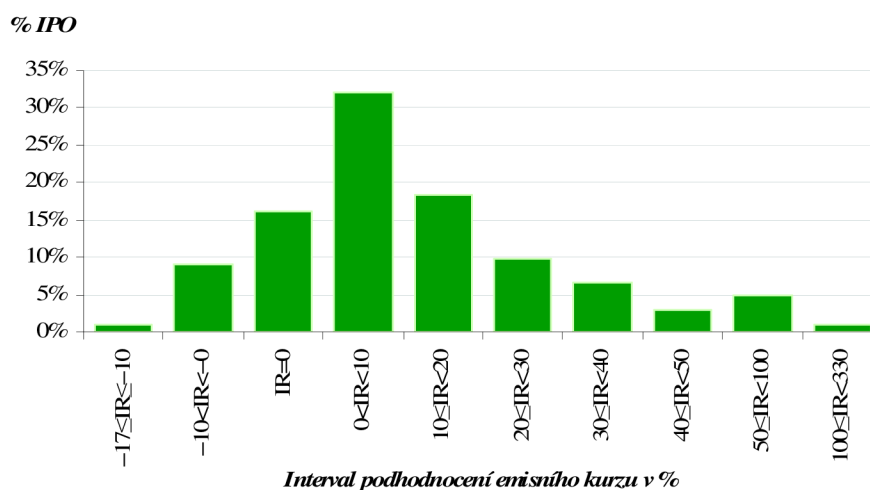
Tabulka 4-10: Parametry emise v případě free floatu ve výši 30 % [Zdroj: Vlastní zpracování]

Z uvedeného příkladu je zřejmé, že podhodnocení emisního kurzu má negativní dopad na bohatství a podíl ve firmě původních akcionářů. V případě požadování stejné výše hrubého

⁶⁹ *Free float* představuje množství akcií rozptýlených mezi veřejnost.

výnosu z IPO je nutné v případě existence podhodnocení emisního kurzu emitovat více akcií, čímž dochází k většímu rozředění vlastnické struktury a snížení podílu původních akcionářů ve společnosti. Pokud však bude emitent ochoten nabídnout veřejnosti pouze omezené množství akcií, získá společnost, resp. původní akcionáři (v případě nabídky sekundárních akcií) menší výtěžek z IPO, což se negativně projeví na nákladnosti prvotní veřejné nabídky akcií, vyjádřené procentuelně z objemu emise.

V následujícím histogramu jsou uvedeny počáteční výnosy firem, které uskutečnily prvotní veřejnou nabídku akcií v USA v letech 1990 – 1996. Celkem bylo analyzováno 2866 amerických IPO. Podílové fondy, fondy nemovitostí a IPO malých firem byly vyřazeny. Průměrný počáteční výnos činil 14 %.

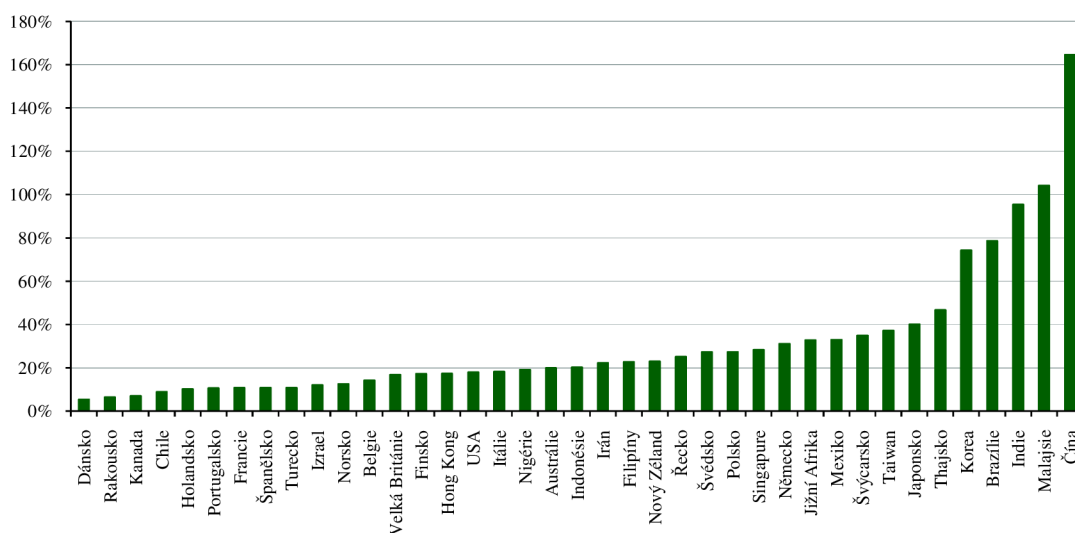


Graf 4-11: Histogram počátečních výnosů amerických IPO v letech 1990 – 1996 [Zdroj: Ritter (1998)]

Z uvedeného grafu je zřejmé, že nejvíce IPO (přes 30 %) bylo podhodnoceno v rozmezí 0 – 10 %. Dále je také třeba si uvědomit, že na trhu lze pozorovat i opačný efekt, tj. nadhodnocení emisního kurzu akcií. V uvedeném případě se jednalo přibližně o 10 % prvotních veřejných nabídek akcií. Za extrémní situaci lze považovat podhodnocení emisního kurzu o více než 100 %.

Dle Rittera (2007), který se zabývá porovnáním *underpricingu* v 39 zemích světa v letech 1960 – 2006, dosahuje jeho průměrná hodnota 18,0 % v USA, 16,8 % ve Velké Británii, 10,2 % v Nizozemí, 10,7% ve Francii, 14,2 % v Belgii a 31,1 % v Německu. Údaje týkající se dalších zemí jsou uvedeny v následujícím grafu a v tabulce, která je součástí příloh této práce.

Průměrná počáteční výnosnost



Graf 4-12: Průměrná počáteční výnosnost IPO v 39 zemích světa [Zdroj: Ritter (2007)]

V následující tabulce je uvedena průměrná počáteční výnosnost IPO v závislosti na výši obratu emitentů za posledních 12 měsíců před uskutečněním IPO na amerických trzích v letech 1980 – 2005.

Obrat emitentů v mil. USD	1980 – 1989		1990 – 1998		1999 – 2000		2001 – 2005	
	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost
obrat<10	393	10,1%	671	17,2%	328	69,8 %	77	6,1%
10≤ obrat<20	253	8,7%	377	18,7%	139	79,9 %	27	10,5%
20≤ obrat<50	492	7,6%	777	18,7%	152	74,5%	70	9,7%
50≤ obrat<100	345	6,5%	574	13,0%	89	60,4 %	72	16,1%
100≤ obrat<200	241	4,6%	444	11,9%	54	35,5%	79	14,7%
200≤ obrat	278	3,5%	628	8,7%	87	26,0%	209	10,9%
Celkem	2002	7,1%	3471	14,8%	849	64,6%	534	11,3%

Tabulka 4-11: Průměrná počáteční výnosnost IPO podle výše obratu emitentů na amerických trzích v letech 1980 – 2005 [Zdroj: Ritter (2007)]

Z uvedené tabulky vyplývá, že lze předpokládat existenci nepřímého vztahu mezi výší podhodnocení emisního kurzu a výší tržeb, kterých emitující společnosti dosahují v období před uskutečněním IPO.

Pro vysvětlení existence *underpricingu* je možné v soudobé literatuře nalézt několik teorií, které jsou většinou založeny na předpokladu existence různé míry *informační asymetrie mezi*

subjekty, které se účastní prvotní veřejné nabídky akcií. Jedná se o informační asymetrii mezi:

- *emitenty a investory,*
- *emitenty a upisovateli,*
- *různými typy investorů,*
- *dalšími zúčastněnými subjekty.*

Teorie založené na informační asymetrii mezi emitenty a investory předpokládají, že potenciální investoři mají méně informací o skutečné tržní hodnotě akcií než samotní emitenti. Skutečnost, že nelze ohodnotit kvalitu společnosti realizující IPO, pak vede k tomu, že investoři nejsou ochotni koupit akcie za tržní cenu a požadují *underpricing* jako odměnu za riziko, které nákupem akcií podstupují. Mezi tyto teorie patří zejména tzv. *teorie signalizování kvality emitenta*. Podle této teorie se „kvalitní“ emitenti snaží prostřednictvím výrazného podhodnocení první veřejné nabídky akcií vyslat investorům signál, že právě oni si takové podhodnocení mohou dovolit a umožňují tak prvním investorům realizovat kapitálový zisk z prodeje akcií již po několika dnech jejich obchodování na sekundárním trhu. Emitenti jsou si vědomi toho, že investoři si to zapamatují a náklad v podobě vyššího *underpricingu* se jim vrátí, až se rozhodnou pro další veřejnou nabídku akcií, tj. SEO. Předpokládají, že při následné veřejné nabídce akcií získají výrazně vyšší kapitál, než kdyby akcie při jejich prvotní nabídce nebyly podhodnoceny. Zároveň tyto firmy očekávají, že pro „nekvalitní“ firmy bude příliš nákladné napodobovat „kvalitní“ firmy tím, že své emise budou také podhodnocovat. (59), (69), (83)

Teorie signalizování kvality emitenta byla rozpracována do mnoha dalších variant, které však vzhledem k jejich nízké empirické podpoře nelze považovat za obecně platné. Bylo sice prokázáno, že přibližně třetina emitentů brzy po první veřejné nabídce akcií skutečně získává dodatečný kapitál pomocí další veřejné nabídky, avšak žádný statisticky významný vztah mezi mírou podhodnocení první nabídky a mírou podhodnocení nabídek následujících nebyl prokázán. (39) V současné době neexistuje jasný důkaz toho, že by chování investorů při SEO bylo příznivější u firem, které své kurzy při IPO podhodnotily více než ostatní emitenti. Je třeba si také uvědomit, že na efektivně fungujícím kapitálovém trhu se investoři snaží ohodnotit následující nabídku akcií na základě jeho současné situace a podle očekávání budoucího vývoje emitenta a nikoli podle jediného signálu z minulosti, kterým je podhodnocení emisního kurzu.

Někteří autoři, například Grinblatt a Hwang (1989) a Bernheim (1991), ve svém výzkumu dospěli k názoru, že existují i jiné alternativní signály emitentů, kterými jsou například volba manažera emise s vysokou reputací, výběr prestižní auditorské firmy pro validaci finančních výkazů nebo také závazek k výplatě dividend, které nejsou v mnoha zemích daňově uznatelným nákladem, a proto značně zatěžují cash-flow podniku, což slouží jako silný signál trhu o dostatečné ziskovosti emitující společnosti.

Teorie založené na informační asymetrii mezi emitenty a upisovateli vychází z toho, že upisovatelé jsou lépe informováni o poptávce investorů po nových akciích než emitenti, a proto sami určují výši emisního kurzu akcií a jeho podhodnocení vůči očekávané tržní ceně. Výše podhodnocení emisního kurzu akcií je v tomto případě výsledkem kompromisu mezi pravděpodobností úspěšného úpisu (*underpricing* ji zvyšuje) a odměnou požadovanou upisovateli (*underpricing* ji snižuje). (69)

Teorie založené na informační asymetrii mezi různými typy investorů předpokládají, že existují různé skupiny investorů, které mají odlišný přístup k informacím. Méně informovaní investoři pak většinou požadují *underpricing*. První z těchto teorií se označuje jako tzv. „**vítězovo prokletí**“, v anglickém originálu „*the winner's curse*“, jejímž představitelem je Kevin Rock (1986). Podle této teorie existují dvě skupiny investorů:

- *informovaní* investoři, kteří jsou schopni určit reálnou hodnotu akcií emitenta, a proto investují pouze do podhodnocených emisí,
- *neinformovaní* investoři, kteří nejsou schopni rozeznat podhodnocenou a nadhodnocenou emisi, a proto investují své peněžní prostředky do nově nabízených akcií zcela náhodně, bez jejich detailního zkoumání.

Vítězovo prokletí spočívá v tom, že v případě nadhodnocených emisí získají *neinformovaní* investoři všechny poptávané akcie, neboť *informovaní* investoři o ně nemají zájem. Pokud se však na trhu objeví podhodnocená emise, *neinformovaní* investoři o ni sdílejí zájem společně s investory *informovanými*. V dané případě obvykle poptávka po emisi výrazně převyšuje její nabídku, což vede k tomu, že příděl akcií je mezi investory značně omezen. Důsledkem toho je, že všichni investoři, včetně těch *neinformovaných*, obdrží méně akcií, než poptávali. Výsledným efektem této situace je obvykle **negativní průměrný očekávaný výnos neinformovaných investorů**. (59), (88) Výše popsané chování investorů lze uvést prostřednictvím následujícího příkladu.

Předpokládejme, že na kapitálový trh hodlají vstoupit dvě společnosti formou prvotní veřejné nabídky akcií. Emise obou společností dosahují shodného objemu, a to 2000 ks akcií, a jsou nabízeny za předem stanovený emisní kurz o stejné velikosti. První emise je o 15 % podhodnocena, druhá o 15 % nadhodnocena. Dále předpokládejme, že na trhu existují jak informovaní investoři, kteří investují pouze do podhodnocených emisí, tak investoři neinformovaní, kteří investují průběžně do všech emisí na trhu. Objednávky investorů a pravděpodobnost jejich uspokojení u jednotlivých emisí je uvedena v následující tabulce.

	PODHODNOCENÁ EMISE	NADHODNOCENÁ EMISE
Podhodnocení / Nadhodnocení	15 %	15%
Objem emise (ks)	2000	2000
Poptávka informovaných investorů (ks)	1000	0
Poptávka neinformovaných investorů (ks)	2000	2000
Celková poptávka (ks)	3000	2000
Pravděpodobnost uspokojení objednávky	66,66 %	100 %

Tabulka 4-12: Chování investorů v modelu K. Rocka [Zdroj: Vlastní zpracování]

Průměrná očekávaná výnosnost *neinformovaných* investorů bude po prvním dni obchodování akcií na sekundárním trhu negativní ($0,6666 \cdot 0,15 - 1 \cdot 0,15 = -0,05$), neboť budou v jejich portfoliích převládat akcie z nadhodnocené emise. To má za následek, že jejich očekávaný výnos nebude roven průměrnému výnosu trhu, přestože se do něj snaží jako do celku investovat. Pokud tedy chtějí emitenti (případně upisovatelé) přesvědčit ke koupi akcií všechny skupiny investorů, musí stanovit emisní kurz pod jejich tržní hodnotu tak, aby *neinformovaným* investorům kompenzoval ztrátu vyplývající z jejich menší informovanosti.

Emitenti tedy využívají *underpricing* k přilákání zájmu *neinformovaných* investorů.

Provedené empirické studie, které se zabývaly ověřením výše uvedené teorie v praxi, dospěly k následujícímu poznání.

- Institucionální investoři jsou všeobecně lépe informováni ohledně skutečné hodnoty nabízených akcií než retailoví investoři, a proto se jim mnohem častěji daří investovat do podhodnocených emisí než retailovým investorům.
- Čím méně informací mají investoři ohledně skutečné hodnoty emitenta, tím větší *underpricing* požadují a jeho existence je nezbytnou podmínkou pro úspěšný úpis všech nabízených akcií.

- Snížení informační asymetrie mezi jednotlivými skupinami investorů obvykle vede k nižšímu podhodnocení emisního kurzu, což má ve svém důsledku pozitivní dopad na nákladnost emise.
- Efekt vítězova prokletí se projevuje zejména v případě úpisu akcií za předem stanovenou cenu. (59), (69), (83)

Z důvodu existence informační asymetrie mezi jednotlivými investory se mohou méně informovaní investoři při výběru vhodné investiční příležitosti rozhodovat podle volby ostatních investorů. Na základě tohoto předpokladu vznikla *teorie informační kaskády*, jejímž autorem je Ivo Welch (1992). ***Individuální investoři si všímají, jak velký zájem mají o nové emise ostatní investoři, a podle toho si pak vybírají společnosti, do kterých vloží své peněžní prostředky.*** Pokud investor zjistí, že se o emisi ostatní investoři příliš nezajímají, může se rozhodnout, že od zamýšlené koupě odstoupí, a to například i přesto, že má k dispozici pozitivní informace o emitentovi. Z tohoto pohledu je velmi důležitá role počátečních investorů, kteří mohou iniciovat jak pozitivní, tak negativní kaskádový efekt. Pro emitenta je případný nezájem ze strany investorů pochopitelně nežádoucí, a proto se právě pomocí podhodnocení emisního kurzu bude snažit přesvědčit několik prvních investorů o výhodnosti koupě akcií a bude očekávat, že o nabízené akcie projeví zájem i další investoři a bude vytvořena dostatečná poptávka po akciích. (69), (101)

Další teorie je založena na existenci *informační asymetrie mezi upisovateli (manažery emise) a institucionálními investory*. V současné době je ve většině zemí určován emisní kurz akcií a jejich následná alokace formou *bookbuildingu*. Tento proces nechává manažerovi emise poměrně výrazné pravomoci ohledně konečné alokace akcií investorům. Na začátku celého procesu určení emisního kurzu akcie stanoví manažer emise kurzové rozpětí, resp. maximální cenu emisního kurzu. Během následného setkání s investory (*road show*) se pak od nich snaží získat co nejvíce informací, které se týkají jejich odhadu reálné ceny akcií. Z pohledu investora však nemusí být výhodné sdělovat skutečný odhad ceny akcie, neboť lze očekávat, že takovéto sdělení způsobí zvýšení emisního kurzu. Pokud tedy manažer emise chce, aby mu investoři o emisi sdělili své skutečné představy, musí jim poskytnout určitou kompenzaci, kterou může představovat přidělení většího podílu akcií na emisích s vyšším počátečním výnosem. Podpůrný empirický fakt, že institucionálním investorům skutečně obvykle připadne vyšší podíl u výnosnějších emisí, byl již popsán u teorie vítězova prokletí. (59), (69)

Empirické studie, které ověřovaly platnost této teorie dospěly mj. k závěru, že manažeři emise nepřizpůsobí emisní kurz zcela tak, jak by odpovídalo nově získaným informacím od investorů. IPO s emisním kurzem stanoveným nad původně plánované cenové rozpětí dosahovaly výrazně vyššího průměrného počátečního výnosu než IPO, u kterých byl emisní kurz určen pod či uvnitř plánovaného cenového rozpětí. (83) V následující tabulce je uvedena průměrná počáteční výnosnost amerických IPO v závislosti na stanovení emisního kurzu pod, uvnitř nebo nad kurzovým rozpětím v letech 1980 – 2001.

Období	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Průměrná počáteční výnosnost			% IPO s počáteční výnosností > 0		
			Cena pod kurzovým rozpětím	Cena uvnitř kurzového rozpětí	Cena nad kurzovým rozpětím	Cena pod kurzovým rozpětím	Cena uvnitř kurzového rozpětí	Cena nad kurzovým rozpětím
1980-1989	1971	7,4 %	0,6 %	7,8 %	20,5 %	32 %	62 %	88 %
1990-1994	1632	11,2 %	2,4 %	10,8 %	24,1 %	49 %	75 %	93 %
1995-1998	1752	18,1 %	6,1 %	13,8 %	37,6 %	59 %	80 %	97 %
1999-2000	803	65,0 %	7,9 %	26,8 %	119,0 %	59 %	77 %	96 %
2001	80	14,0 %	7,2 %	12,5 %	31,4 %	70 %	83 %	92 %
1980-2001	6238	18,8 %	3,3 %	12,0 %	52,7 %	47 %	72 %	94 %

Tabulka 4-13: Průměrná počáteční výnosnost amerických IPO v závislosti na stanovení emisního kurzu pod, uvnitř nebo nad kurzovým rozpětím v letech 1980 – 2001 [Zdroj: Ritter a Welch (2002)]

Kromě výše uvedených teorií, které byly založeny na informační asymetrii mezi zúčastněnými subjekty IPO, existují i další teorie nabízející možné vysvětlení existence *underpricingu*. Vybrané z nich jsou stručně charakterizovány níže.

Brennan a Franks (1995) dospěli k názoru, že manažeři emitující společnosti využívají *underpricing* k vytvoření *silného převisu poptávky nad nabídkou akcií*. Díky tomu jsou akcie lépe alokovány mezi větší počet retailových investorů, čímž se zvyšuje likvidita akcií při jejich následném obchodování na sekundárním trhu. Především se však zvyšuje manévrovací prostor pro management firmy, neboť retailoví akcionáři nemají až tak vysokou motivaci ke kontrole managementu.

Další možné vysvětlení podhodnocování emisních kurzů akcií nabízí *teorie ochrany před žalobami*. Stejně jako předchozí teorie i tato považuje podhodnocení emisního kurzu za úmyslné. Důvodem této skutečnosti jsou právní systémy některých zemí, které obvykle stanovují přísná pravidla pro poskytování informací o firmách realizujících IPO. V praxi jde zejména o to, aby představitelé těchto firem poskytli veškeré relevantní informace potenciálním investorům, a to především prostřednictvím emisního prospektu. Pokud tak neučiní, mohou riskovat, že budou investory v budoucnu žalováni. *Underpricing* je v tomto případě prostředkem k tomu, aby se *zabránilo pozdějším žalobám ze strany investorů v*

důsledku výrazného poklesu kurzu, ke kterému by mohlo dojít proto, že některá významná fakta nebyla uvedena v prospektu. (59), (69)

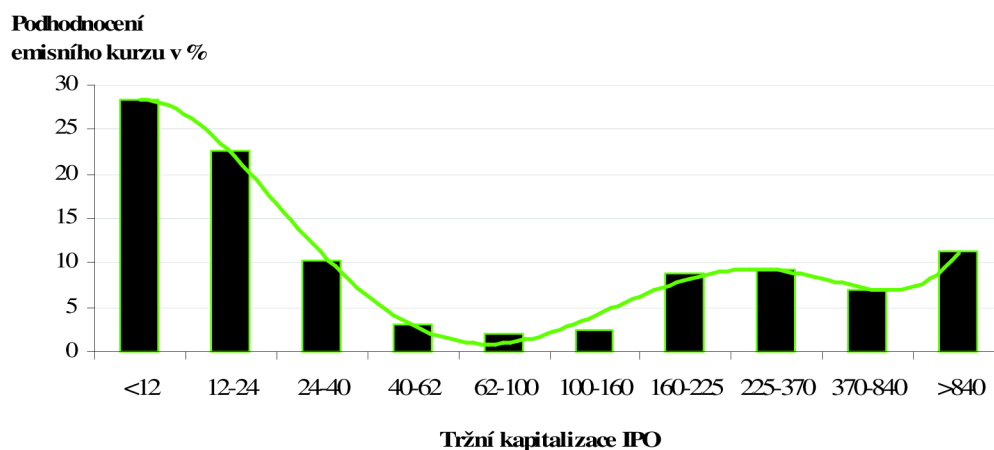
Přestože je toto vysvětlení podhodnocení emisního kurzu vcelku přesvědčivé, empirické důkazy shromážděné Ljungqvistem (2004) ukazují, že teorii ochrany před žalobami nelze v žádném případě považovat za jednu z hlavních příčin krátkodobého podhodnocení emisního kurzu. Tento závěr je také podpořen Ritterem (1998), který tvrdí, že země, ve kterých je pravděpodobnost žalob nízká, jako jsou například Finsko, Německo, Japonsko, Švýcarsko a Švédsko, mají podobnou úroveň podhodnocení jako Spojené státy americké. Právě v USA totiž platí velmi přísný zákon o poskytování informací a provedení *due diligence* (*Securities Act of 1933*). Je-li tedy tato teorie správná, mělo by podhodnocení v USA výrazně převyšovat podhodnocení v jiných zemích.

Jedna z posledních teorií je založena na tom, že *underpricing* je **prostředkem, který využívají upisovatelé k podnícení zájmu o obchodování s novými emisemi akcií na sekundárním trhu**. Vede je k tomu následné profitování z obchodních poplatků. (9)

Z výše uvedeného vyplývá, že v současné době existuje mnoho různých teorií, které se zabývají vysvětlením krátkodobého podhodnocování emisních kurzů akcií při IPO. Mnohé z těchto teorií byly podpořeny empirickými výzkumy, v současné době však neexistuje ucelená teorie, která by fenomén podhodnocování, a především jeho úroveň, dokázala vysvětlit v každé zemi. Osobně se domnívám, že na výši *underpricingu* působí několik vzájemně se doplňujících faktorů a v podmínkách českého kapitálového trhu, na kterém zatím není příliš obvyklé získávat kapitál formou IPO, půjde především o zajištění dostatečné poptávky ze strany institucionálních i soukromých investorů.

V následujícím grafu je uvedena závislost mezi velikostí podhodnocení emisního kurzu a tržní kapitalizací IPO na hlavních evropských burzách v roce 2006. Největšího podhodnocení bylo dosaženo u emisí s malou tržní kapitalizací, tj. nižší než 12 mil. EUR. Nejmenší hodnotu měl *underpricing* u emisí s tržní kapitalizací kolem 100 mil. EUR. V souladu s výše uvedenými teoretickými přístupy je možné pro tuto skutečnost nalézt dvě základní vysvětlení. Především jde o to, že u větších společností existuje menší informační asymetrie mezi emitenty a investory nežli u malých společností, které podnikají na specifických trzích. Dle literatury (69) je stupeň informační asymetrie přímo závislý na velikosti podniku a lze konstatovat, že **u menších společností je obvykle dosaženo většího podhodnocení emisního kurzu akcií**. Menší

společnosti jsou také obvykle spojeny s vyšším stupněm podnikatelského rizika a investoři proto požadují vyšší *underpricing*.



Graf 4-13: Vztah mezi tržní kapitalizací IPO a velikostí podhodnocení emisního kurzu na hlavních evropských burzách v roce 2006 [Zdroj: Paleari (2007)]

4.4.5.2 Dlouhodobě nižší výkonnost emitentů po realizaci IPO

Vedle podhodnocení emisního kurzu se světová odborná veřejnost zabývá studiem dlouhodobé výkonnosti emitentů po realizaci prvotní veřejné nabídky akcií. Dle literatury (69) *mají emitenti po uskutečnění IPO sklon k nižší výkonnosti než ostatní společnosti, které jsou zahrnuty do tržního srovnání.* Tato skutečnost byla poprvé prokázána Ritterem (1991) a poté potvrzena několika mezinárodními studii. Dlouhodobě nižší výkonnost emitentů po uskutečnění IPO je tedy dalším fenoménem spojeným s prvotními veřejnými nabídkami akcií.

Ritter (2005) porovnává výnosnost amerických IPO s výnosností tržního benchmarku v letech 1970 – 2003. Tržní benchmark zahrnuje buď společnosti se stejnou tržní kapitalizací jako emitenti nebo společnosti se stejnou tržní kapitalizací a navíc stejným poměrem účetní a tržní hodnoty jako emitenti.

	Prvních 6 měsíců	Druhých 6 měsíců	Doba po uskutečnění IPO v letech					Průměr za 5 let
			1	2	3	4	5	
Společnosti, které uskutečnily IPO	6,2%	0,3%	6,7%	5,3%	10,3%	18,7%	13,2%	10,7%
Společnosti se stejnou tržní kapitalizací	5,6%	6,2%	12,2%	14,7%	14,7%	17,3%	15,1%	14,8%
Rozdíl	0,6%	-5,9%	-5,5%	-9,4%	-4,4%	1,4%	-1,9%	-4,1%
Počet IPO	7 307	7 287	7 307	7 392	6 769	6 010	5 108	
Společnosti, které uskutečnily IPO	6,6%	0,3%	7,1%	7,7%	11,0%	18,6%	11,4%	11,1%
Společnosti se stejnou tržní kapitalizací a poměrem účetní a tržní hodnoty	3,8%	4,2%	8,2%	13,2%	13,9%	18,7%	12,7%	13,3%
Rozdíl	2,7%	-3,9%	-1,1%	-5,5%	-2,9%	-0,1%	-1,3%	-2,2%
Počet IPO	6 973	6 955	6 973	6 890	6 268	5 529	4 673	

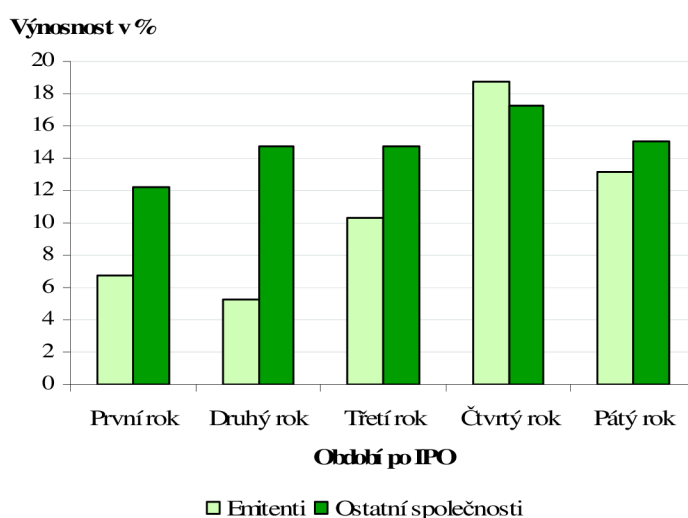
Tabulka 4-14: Výkonnost amerických firem po IPO v letech 1970 – 2003 [Zdroj: Ritter (2005)]

Z uvedené tabulky vyplývá, že úroveň výnosnosti akcií emitentů je v pěti následujících letech po uskutečnění IPO skutečně nižší než výnosnost akcií firem zahrnutých do tržního benchmarku. V případě porovnání emitentů s firmami se stejnou tržní kapitalizací je výnosnost akcií emitentů v průměru nižší o 4,1 % ročně. Pokud jsou do tržního srovnání zahrnuty firmy, které mají stejnou tržní kapitalizaci i stejný poměr účetní a tržní hodnoty jako emitenti, pak je výnosnost akcií emitentů v průměru nižší o 2,2 % ročně.

Z tabulky 4-14 dále vyplývá, že výnosnost akcií emitujících společností je v prvních šesti měsících po uskutečnění IPO vyšší než výnosnost akcií společností, které byly zahrnuty do srovnání. Za možné vysvětlení toho jevu lze považovat strategii emitentů a manažerů emise, kteří často uzavřou dohodu o dočasném zákazu prodeje akcií (tzv. *lock-up agreement*), podle které původní akcionáři (nejčastěji management firmy) nesmějí určitou dobu po uskutečnění IPO prodat své podíly ve společnosti. Dočasný zákaz prodeje akcií, který obvykle trvá 180 dnů od doby uskutečnění IPO, má management nadále nejen motivovat ke snaze o zvýšení tržní hodnoty společnosti, ale zároveň zajistit (a dát tím investorům pozitivní signál), že management nevyužije informační asymetrie ve svůj prospěch.

Jak ukazuje následující graf, rozdíl mezi výkonností emitujících společností a ostatních firem se s postupem času snižuje. Největších rozdílů je obvykle dosaženo během prvních tří let po

uvedení emise na trh. Zároveň je možné pozorovat, že emitující firmy ztrácí nejvíce výkonnosti ve druhém roce po emisi, což lze interpretovat tak, že se akcioví investoři pokouší zbavit především investoři, kteří se snažili dosáhnout relativně rychlého zisku. V tento moment se zřejmě začnou oddělovat kvalitnější firmy od méně kvalitních, které v následujících letech začínají opouštět trh. V důsledku tohoto „prosévání“ trhu se již průměrné výnosy emitujících společností ve čtvrtém a pátém roce po emisi začínají blížit výnosům srovnávaných firem.



Graf 4-14: Porovnání roční procentní výkonnosti emitentů s ostatními firmami

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (84)]

V příloze č. 2 je uveden rozdíl mezi výkonností amerických IPO a výkonností tržního indexu CRSP⁷⁰, resp. výkonností firem srovnatelných s emitenty v letech 1980 – 2005.

Výzkum profesora J. R. Rittera⁷¹ prokazuje, že tříletá nižší výkonnost se projevuje zejména u emitentů, jejichž tržby byly před uskutečněním IPO nižší než 50 mil. USD. Jak ukazuje následující tabulka, mezi výší tržeb před IPO a následnou ztrátou výkonnosti existuje negativní závislost.

⁷⁰ Jedná se o akciový index složený z firem kótovaných na amerických trzích Amex, NASDAQ a NYSE.

⁷¹ RITTER, J. R. *Some Facts about the 2006 IPO Market* [online]. 2007, [cit. 2007-10-02]. Dostupné z: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

Tržby emitentů v mil. USD	Počet IPO	Průměrná jednodenní výnosnost	Průměrná tříletá výnosnost		
			IPO	Rozdíl mezi výnosností IPO a tržního indexu (CRSP)	Rozdíl mezi výnosností IPO a srovnatelných firem ⁷²
obrat<10	1.356	26,9 %	-11,4 %	-48,6 %	-29,6 %
10≤ obrat<20	730	27,2 %	6,0 %	-36,1 %	-4,3 %
20< obrat<50	1.437	21,2 %	24,3 %	-22,2 %	-0,5 %
50≤ obrat<100	1.025	15,0 %	43,5 %	-2,8 %	8,8 %
100<obrat<500	1.376	10,5 %	42,1 %	-6,0 %	12,6 %
500 ≤ obrat	500	8,5 %	37,4 %	-4,1 %	6,6 %
obrat<50	3.523	24,7 %	6,8 %	-35,3 %	-12,1 %
50≤ obrat	2.901	11,7 %	41,8 %	-4,5 %	10,2 %
1980 - 2003	6.424	18,8 %	22,6 %	-21,4 %	-2,0 %

Tabulka 4-15: Průměrná tříletá výkonnost emitentů podle objemu jejich tržeb před IPO

[Zdroj: Ritter (2005)]

Dlouhodobě nižší výkonnost firem, které uskutečnily prvotní veřejnou nabídku akcií se nevyskytuje pouze v USA, ale lze ji identifikovat i na ostatních světových trzích. V následující tabulce je uveden rozdíl mezi průměrnou tříletou výnosností z investice do akcií emitentů a srovnatelných firem na vybraných světových trzích. Relativní výnosnost z investice do IPO je počítána dle následujícího vzorce:

$$RR = \left(\frac{1 + R_{IPO}}{1 + R_M} \right) \cdot 100 - 100,$$

kde RR = relativní výnosnost z investice do IPO v %,

R_{IPO} = průměrná tříletá výnosnost z investice do akcií firem, které realizovaly IPO (ve tvaru indexu),

R_M = průměrná tříletá výnosnost z investice do akcií srovnatelných firem (ve tvaru indexu). (83)

⁷² Jedná se o společnosti se stejnou tržní kapitalizací a poměrem účetní a tržní hodnoty jako emitenti.

ZEMĚ	POČET IPO	SLEDOVANÉ OBDOBÍ	RELATIVNÍ VÝNOSNOST
Austrálie	266	1976-1989	-46,5 %
Rakousko	57	1965-1993	-27,3 %
Brazílie	62	1980-1990	-47,0 %
Kanada	216	1972-1993	-17,9 %
Chile	28	1982-1990	-23,7 %
Finsko	79	1984-1989	-21,1 %
Německo	145	1970-1990	-12,1 %
Japonsko	172	1971-1990	-27,0 %
Korea	99	1985-1988	+2,0 %
Singapur	45	1976-1984	-9,2 %
Švédsko	162	1980-1990	+1,2 %
Velká Británie	712	1980-1988	-8,1 %
USA	4.753	1970-1990	-20,0 %

Tabulka 4-16: Relativní výnosnost z investice do IPO na vybraných světových trzích [Zdroj: Ritter (1998)]

Relativní výnosnost z investice do IPO je možné interpretovat jako situaci, ve které by investor při vložení svých peněžních prostředků do akcií firem, které realizovaly IPO například v Německu, vlastnil po třech letech o 12,1 % méně hodnotné portfolio než v případě investice do akcií ostatních srovnatelných firem.

Z výše uvedeného vyplývá, že většina firem po uskutečnění IPO skutečně vykazuje nižší výkonnost než jim podobné společnosti. K vysvětlení tohoto jevu lze v odborné literatuře nalézt několik teorií. Za hlavní z nich jsou považovány:

- *teorie načasování vstupu na kapitálový trh,*
- *teorie „vylepšování zpráv“,*
- *teorie informační asymetrie mezi investory.* (45)

První teorie spočívá v tom, že *společnosti nevstupují na kapitálový trh tehdy, když mají vysoký růstový potenciál a potřebují získat dodatečné finanční zdroje, ale v okamžiku, kdy to považují za vhodné stávající akcionáři společnosti.* Ti se dle zdroje (60) snaží o vstup na kapitálový trh tehdy, když se společnost těší velmi dobrým finančním výsledkům, vykazuje maximální výkonnost a odvětví, ve kterém působí, je na vrcholu svého růstu. Předpokládají tak pozitivní naladění investorů ohledně skutečné hodnoty emitující společnosti.

Firmy se také snaží emitovat akcie v období, kdy je po nich zvýšená poptávka a jsou nadhodnoceny. Na základě tohoto předpokladu vznikla hypotéza, že emise uskutečněné v období s vysokým počtem IPO mají dlouhodobě nižší výnosnost než emise realizované v období s nízkým počtem IPO. Tato hypotéza byla potvrzena několika empirickými studii.

Teorie „vylepšování zpráv“ je založena na úvaze, že dříve než společnosti přistoupí k realizaci IPO, pokusí se v rámci možností, které jim poskytuje účetnictví „*upravit*“ své *účetní výkazy a vykázat tak lepší výkonnost*, než kterou skutečně dosahují. Výsledkem takových zásahů je nadhodnocení emisního kurzu akcií. Současně bude pro firmy po uskutečnění IPO nereálné dlouhodobě dosahovat výsledků očekávaných ze strany investorů a kurzy akcií začnou klesat. Vzhledem k tomu, že ve většině vyspělých zemí je emitujícím společností uložena povinnost zpracovat finanční výkazy dle mezinárodních účetních standardů a nechat je ověřit auditorem, nelze tuto teorii v současné době považovat za hlavní příčinu nižší výkonnosti emitentů.

Poslední teorie, která se zabývá vysvětlením dlouhodobě nižší výkonnosti firem, je založena na předpokladu existence *informační asymetrie mezi investory*, kteří mají rozdílná očekávání ohledně skutečné hodnoty emitenta. Pokud na trhu existuje dostatek optimistických investorů, emise bude nadhodnocena. Avšak s postupujícím časem od uskutečnění emise a s novými informacemi, které vedou ke snížení informační asymetrie, budou pesimistické i optimistické názory investorů konvergovat a dojde k poklesu kurzu akcií. (69), (83)

V následující tabulce je zaznamenána výkonnost firem, které vstoupily na hlavní evropské burzy⁷³ formou veřejné nabídky akcií v letech 1995 – 2006. U každého emitenta byla porovnána účetní data za tři roky před a tři roky po realizaci IPO.

⁷³ London Stock Exchange, Euronext, Deutsche Börse a Borsa Italiana.

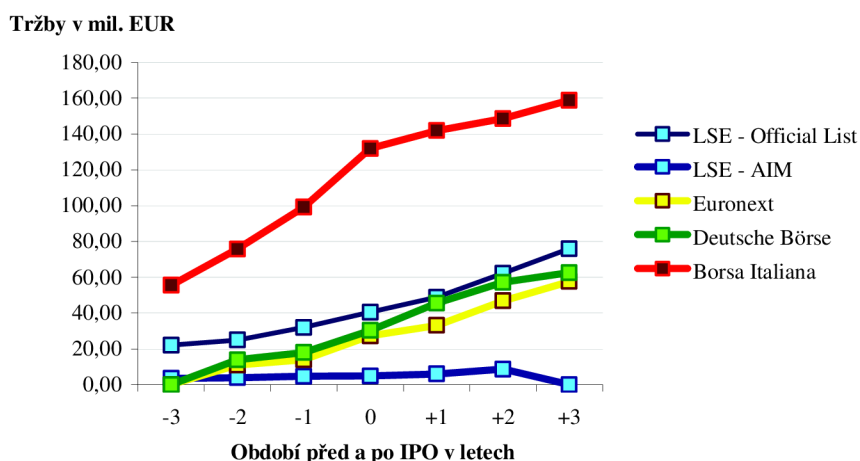
BURZA	POČET IPO	OBDOBÍ PŘED A PO REALIZACI IPO V LETECH						
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
<i>Tržby (v mil. EUR)</i>								
<i>LSE - Official List</i>	416	22,00	25,00	32,00	40,50	48,80	62,20	76,00
<i>LSE - AIM</i>	1.459	3,60	4,00	4,70	4,90	6,00	8,60	10,7
<i>Euronext</i>	857	n.s.	11,00	13,90	27,30	33,20	46,90	57,70
<i>Deutsche Börse</i>	528	n.s.	13,90	18,00	30,40	45,50	57,10	62,50
<i>Borsa Italiana</i>	188	55,50	75,80	99,10	131,90	142,00	148,60	158,90
<i>Čistý zisk (v tis. EUR)</i>								
<i>LSE - Official List</i>	416	620	765	1.019	1.631	2.589	3.298	3.671
<i>LSE - AIM</i>	1.459	-33	-9	-19	-138	-490	-443	-451
<i>Euronext</i>	857	n.s.	417	697	1.172	1.457	1.301	1.145
<i>Deutsche Börse</i>	528	n.s.	215	419	400	-963	-2.715	-1.518
<i>Borsa Italiana</i>	188	660	1.989	3.533	4.750	4.572	4.515	4.012
<i>ROE (%)</i>								
<i>LSE - Official List</i>	416	17,90	19,10	15,60	11,90	10,70	11,00	9,60
<i>LSE - AIM</i>	1.459	15,50	15,90	12,10	0,40	-5,00	-2,30	-2,80
<i>Euronext</i>	857	n.s.	16,60	18,70	13,50	12,00	9,90	8,20
<i>Deutsche Börse</i>	528	n.s.	21,30	13,80	1,50	-2,70	-8,60	-3,60
<i>Borsa Italiana</i>	188	8,20	11,10	13,00	8,70	8,40	7,50	5,20
<i>ROI (%)</i>								
<i>LSE - Official List</i>	416	3,90	5,20	4,60	5,20	5,70	4,60	3,90
<i>LSE - AIM</i>	1.459	-2,10	-0,50	-0,70	-2,00	-6,30	-4,10	-3,80
<i>Euronext</i>	857	n.s.	4,20	4,90	5,20	4,30	3,10	2,40
<i>Deutsche Börse</i>	528	n.s.	2,40	2,60	1,10	-1,40	-5,30	-3,30
<i>Borsa Italiana</i>	188	1,30	2,80	3,30	2,60	2,40	1,70	1,20
<i>Ukazatel kapitálové struktury (%)</i>								
<i>LSE - Official List</i>	416	n.s.	n.s.	7,70	9,20	8,20	9,40	9,70
<i>LSE - AIM</i>	1.459	2,70	4,30	9,60	6,60	10,30	10,00	6,90
<i>Euronext</i>	857	n.s.	54,10	47,50	33,50	43,00	46,8	54,40
<i>Deutsche Börse</i>	528	n.s.	62,60	54,80	10,80	13,10	25,30	29,20
<i>Borsa Italiana</i>	188	84,70	103,40	85,80	36,20	38,60	61,00	50,60
<i>Kapitálové výdaje / Tržby (%)</i>								
<i>LSE - Official List</i>	416	3,40	3,40	5,10	5,10	5,90	5,20	5,20
<i>LSE - AIM</i>	1.459	0,80	1,90	3,20	6,30	10,00	5,40	4,40
<i>Euronext</i>	857	n.s.	4,20	3,60	4,20	4,10	3,80	3,40
<i>Deutsche Börse</i>	528	n.s.	5,10	5,80	7,60	6,10	4,40	2,50
<i>Borsa Italiana</i>	188	5,50	3,70	5,20	8,00	7,90	7,10	3,60

Tabulka 4-17: Výkonnost firem, které vstoupily na hlavní evropské burzy v letech 1995 – 2006

[Zdroj: Paleari (2007)]

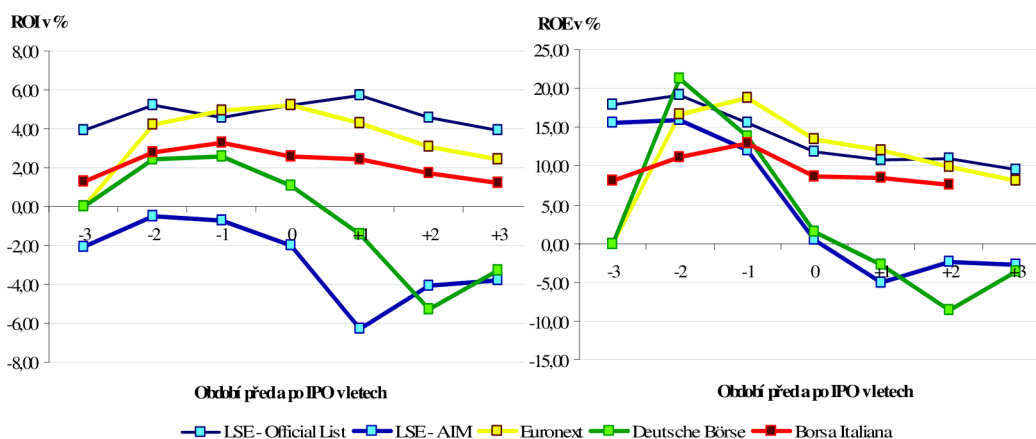
Z uvedené tabulky a následujícího grafu vyplývá, že *vývoj tržeb emitentů vykazuje ve sledovaném období trvalý růst*. U společností, které uskutečnily svoji první veřejnou nabídku akcií na některém z uvedených trhů, došlo v uvedeném období k nárůstu tržeb o 300 % a více. Pokud byly roční tržby před uskutečněním IPO nižší než 50 mil. EUR, tři roky po realizaci IPO vrostly nad tuto hodnotu, s výjimkou emitentů, kteří provedly veřejný úpis akcií na londýnském trhu AIM. Společnosti, které vstoupily na tento trh byly většinou malé velikosti.

Střední hodnota jejich tržeb se v období před uskutečněním IPO pohybovala okolo 4 mil. EUR, avšak tři roky po uvedení na burzu tato hodnota výrazně stoupla, a to na cca 11 mil. EUR.



Graf 4-15: Vývoj tržeb u emitujících společností [Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (70)]

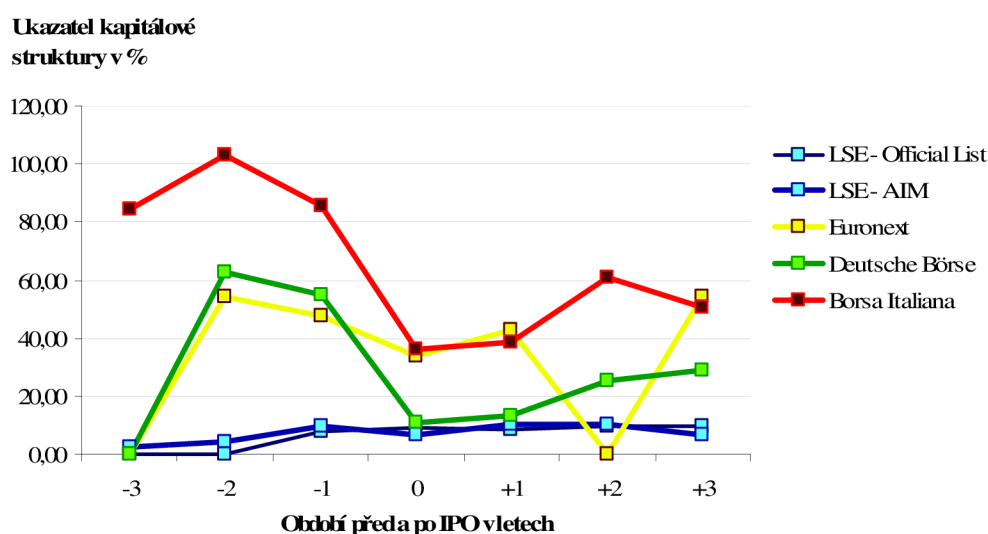
S výjimkou emitentů kótovaných na hlavním trhu londýnské burzy došlo u všech ostatních emitentů v období po uskutečnění IPO k poklesu *čistého zisku*. Pokud jde o *ukazatele ziskovosti* (ROE a ROI), jejich hodnota se v prvních třech letech po realizaci IPO výrazně snížila. Tento vývoj je v souladu s výše uvedenou teorií o poklesu výkonnosti firem po realizaci IPO.



Graf 4-16: Vývoj ukazatelů ROE a ROI u emitujících společností

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (70)]

V důsledku přílivu nového kapitálu do společnosti se hodnota *ukazatele kapitálové struktury*⁷⁴ v roce uskutečnění IPO výrazně snížila, v následujících letech pak opět rostla. Za jeden z důvodů růstu zadlužení společnosti v následujících letech po uskutečnění IPO lze považovat sjednání výhodnějších úvěrových podmínek s bankovními institucemi. I když je velmi obtížné měřit dopad kotace společnosti na její investiční politiku, lze říci, že poměr mezi kapitálovými výdaji a tržbami společnosti se po jejím vstupu na kapitálový trh většinou zvýšil.



Graf 4-17: Vývoj ukazatele kapitálové struktury u emitujících společností

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (70)]

4.4.6 ANALÝZA NÁKLADŮ SPOJENÝCH S IPO

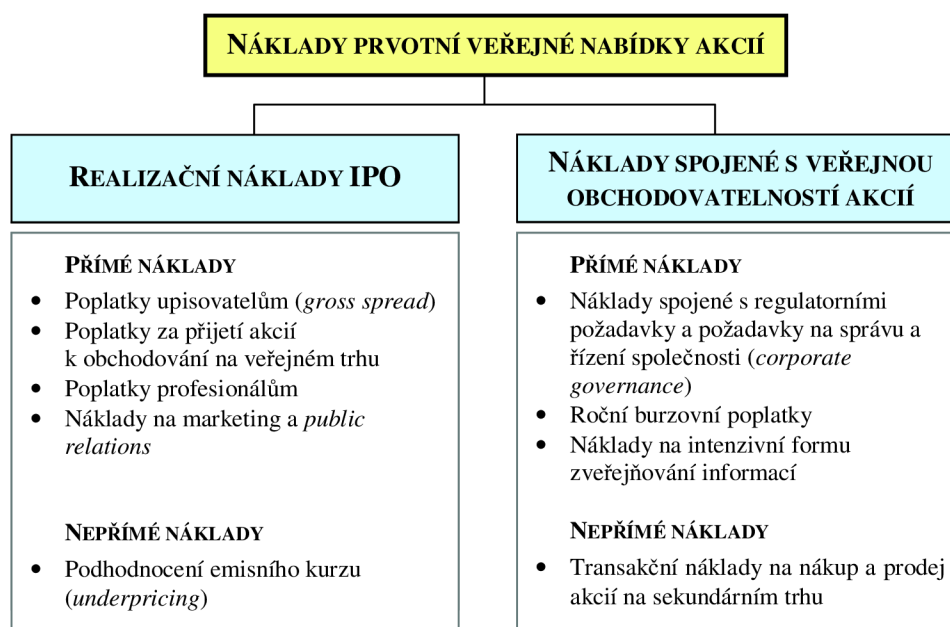
Cílem této kapitoly je analýza všech významných nákladů spojených s IPO na rozvinutých kapitálových trzích. Na základě sekundárního výzkumu zahraničních literárních zdrojů bylo zjištěno, že jedna z posledních studií zabývajících se kvantifikací nákladů na prvotní veřejnou nabídku akcií byla uskutečněna v roce 2006 poradenskou společností Oxera⁷⁵. Tato studie porovnává náklady na získání akciového kapitálu na hlavním a vedlejším trhu londýnské burzy s dalšími dvěma hlavními evropskými burzami (Euronext a Deutsche Börse) a americkými burzovními trhy (NYSE a NASDAQ).

⁷⁴ Ukazatel kapitálové struktury představuje podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu společnosti.

⁷⁵ Jedná se o nezávislou poradenskou společnost se sídlem ve Velké Británii.

Dle Qxery (2006) jsou náklady na akciový kapitál determinovány čistým výnosem požadovaným investory za vložení svých peněžních prostředků do nově emitovaných akcií a různými druhy nákladů, které souvisí s navyšováním základního kapitálu formou veřejné emise akcií. Jak vyplývá z následujícího obrázku, náklady spojené s IPO je možné rozdělit do dvou skupin, a to na:

- *realizační náklady IPO,*
- *náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií.*



Obrázek 4-6: Náklady prvotní veřejné nabídky akcií [Zdroj: Oxera (2006)]

4.4.6.1 Realizační náklady

Realizační náklady IPO zahrnují všechny přímé i nepřímé náklady, které jsou spojeny se samotným procesem prvotní veřejné nabídky akcií. Mezi *přímé náklady IPO* patří především:

- poplatky upisovatelům (v angl. označované jako *gross spread*),
- poplatky profesionálům za auditorské, právní a jiné poradenské služby,
- poplatky za přijetí akcií k obchodování na veřejných trzích,
- náklady na marketingové aktivity (prezentaci společnosti potenciálním investorům). (67)

Poplatky upisovatelům⁷⁶ představují největší přímý náklad⁷⁷ spojený s prvotní veřejnou nabídkou akcií. Jsou vyjádřeny jako tzv. „*gross spread*“, tedy rozdíl mezi cenou, za kterou upisovatel odkoupí akcie od emitenta, a emisním kurzem, za který jsou akcie nabízeny veřejnosti. *Gross spread* se nejčastěji vyjadřuje procentuálně z emisního kurzu akcií. Z výsledků empirických studií vyplývá, že na amerických trzích dosahuje *gross spread* vyšší hodnoty než na trzích evropských. Například Torstila (2003) ve svém výzkumu dochází k závěrům, že:

- na amerických trzích⁷⁸ dosahuje průměrná hodnota *gross spreadu* cca 7,5 % a medián cca 7 %,
- na evropských trzích⁷⁹ dosahuje průměrná hodnota *gross spreadu* cca 3,8 % a medián cca 4 %.

Ritter (2007), který se zabývá studiem *gross spreadu* na amerických trzích v letech 1980 – 2006 uvádí, že většina amerických IPO je spojena s poplatky upisovatelům ve výši 7 % z objemu emise. Výše *gross spreadu* je pro jednotlivé roky uvedena v příloze č. 3.

K podobným závěrům dochází i výzkum (67), ve kterém byly analyzovány emise akcií uskutečněné na LSE, NYSE, NASDAQ, Euronext a Deutsche Börse v období od 1. 1. 2003 do 30. 6. 2005. Jak ukazuje následující tabulka, rozdíl mezi *gross spreadem* na amerických a evropských trzích činí přibližně tři procentní body. Pro emisi akcií v hodnotě 20 mil. £ představují poplatky upisovatelům cca 700 tis. £ (tj. 3,5 % z objemu emise) na evropských trzích a cca 1,3 mil £ (tj. 6,5 % z objemu emise) na amerických trzích.

BURZA	DOMÁCI SPOLEČNOSTI		ZAHRANIČNÍ SPOLEČNOSTI	
	POČET SPOLEČNOSTÍ	GROSS SPREAD (%)	POČET SPOLEČNOSTÍ	GROSS SPREAD (%)
<i>LSE - Main Market</i>	28	3,3	5	3,5
<i>LSE - AIM</i>	43	3,5	8	4,9
<i>NYSE</i>	74	6,5	14	5,6
<i>NASDAQ</i>	192	7,0	28	7,0
<i>Euronext</i>	7	1,8	–	–
<i>Deutsche Börse</i>	6	3,0	–	–

Tabulka 4-18: Poplatky upisovatelům na vybraných světových trzích [Zdroj: Oxera (2006)]

⁷⁶ Nejčastěji se jedná o investiční banky, které se úpisem zavazují, že od emitenta odkoupí určitou část nově vydaných akcií.

⁷⁷ Dle zdroje (67) představují poplatky upisovatelům více než polovinu všech přímých nákladů IPO.

⁷⁸ Analyzováno bylo 6573 emisí uskutečněných v USA v letech 1986 – 1999.

⁷⁹ Analyzováno bylo 469 emisí uskutečněných v Evropě v letech 1986 – 1999.

Za jednu z hlavních příčin rozdílné velikosti *gross spreadu* na amerických a evropských trzích byla označena **technika uvádění akcií na veřejný trh**. V USA bylo téměř u všech analyzovaných emisí využito metody *bookbuildingu*, která je spojena s vyššími poplatky než techniky používané v Evropě, například prodej za fixní cenu nebo aukce. (67)

Vzhledem k tomu, že *gross spread* v podstatě představuje odměnu upisovateli za riziko spojené s úpisem akcií, lze předpokládat, že toto riziko bude u emisí zahraničních společností větší (například z důvodu informační asymetrie investorů) a upisovatelé budou požadovat vyšší poplatky. Z výzkumu Oxery (2006) však vyplývá, že neexistuje jednoznačný důkaz pro toto tvrzení. Například na trhu NASDAQ jsou poplatky u emisí zahraničních společností v průměru stejné jako u domácích společností a na NYSE dokonce dosahují nižší hodnoty. Výrazně vyšší hodnoty *gross spreadu* bylo u zahraničních společností dosaženo pouze na AIMu, avšak je třeba upozornit, že tato hodnota mohla být ovlivněna specifickými parametry několika málo emisí, které byly zahrnuty ve zkoumaném vzorku.

V následující tabulce je uvedena výše poplatků upisovatelům pro všechny dosud⁸⁰ realizované prvotní veřejné nabídky akcií na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze. Jejich hodnota se pohybovala od 2,96 % do 5,00 % z objemu emise.

EMITENT	VÝŠE POPLATKŮ UPISOVATELŮM (%)
<i>Zentiva N.V.</i>	4,00
<i>ECM Real Estate Investments A.G.</i>	5,00
<i>Pegas Nonwovens, S.A.</i>	3,50
<i>AAA Auto Group N.V.</i>	2,96

Tabulka 4-19: Výše poplatků upisovatelům na českém kapitálovém trhu [Zdroj: Vlastní zpracování]

Mezi další realizační náklady IPO patří **poplatky za přijetí akcií k veřejnému obchodování**. V následující tabulce je uvedena jejich výše na vybraných burzovních trzích v případě tržní kapitalizace IPO ve výši 100 mil. £ a 500 mil. £.

⁸⁰ Stav k 1. 11. 2007.

BURZA	TRŽNÍ KAPITALIZACE 100 MIL. £		TRŽNÍ KAPITALIZACE 500 MIL. £	
	(£)	% z objemu	(£)	% z objemu
<i>LSE - Main Market</i>	45 390	0,045	115 023	0,023
<i>LSE - AIM</i>	4 180	0,004	4 180	0,001
<i>NYSE</i>	81 900	0,082	104 887	0,021
<i>NASDAQ National</i>	54 600	0,055	81 900	0,016
<i>NASDAQ Small Cap</i>	51 870	0,052	27 300	0,005
<i>Euronext</i>	56 512	0,057	200 912	0,040
<i>Deutsche Börse</i>	3 440	0,003	3 440	0,001

Tabulka 4-20: Poplatky za přijetí akcií k veřejnému obchodování na vybraných burzách v roce 2005

[Zdroj: Oxera (2006)]

Z uvedené tabulky vyplývá, že poplatky za přijetí akcií k veřejnému obchodování procentuálně klesají s rostoucím objemem emise. Přestože se jejich výše na jednotlivých trzích liší, u většiny analyzovaných burz nepřesahuje 0,05 % z objemu emise. Lze tedy konstatovat, že v porovnání s poplatky upisovatelům představují poplatky za přijetí akcií k veřejnému obchodování zanedbatelnou položku celkových nákladů IPO.

Na českém kapitálovém trhu je situace v oblasti poplatků za přijetí akcií k veřejnému obchodování ještě příznivější, neboť na hlavním trhu pražské burzy jsou od roku 2005 nově přijímané emise akcií osvobozeny od placení jednorázového poplatku za přijetí a poplatku za obchodování a vypořádání v roce přijetí emise k obchodování.

Zbývající část přímých nákladů IPO obvykle tvoří *poplatky za právní, auditorské a poradenské služby* a také *náklady na marketing a public relations*. Tyto náklady lze souhrnně kvantifikovat v rozmezí 3 – 6 % z objemu emise, je třeba však zdůraznit, že jejich skutečná výše je vždy individuální a závisí na specifikách jednotlivých emisí, například na jejich velikosti a také na připravenosti emitenta pro vstup na kapitálový trh. (67) Narozdíl od poplatků upisovatelům a poplatků za přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu nejsou informace o těchto nákladech obvykle zveřejňovány, a je proto obtížné je přesně vyčíslit. Nicméně, na základě informací poskytnutých 25 účastníky finančního trhu dochází Oxera (2006) k následujícím závěrům.

- Poplatky upisovatelům představují největší položku přímých nákladů IPO. U většiny analyzovaných emisí jejich výše činila minimálně polovinu všech přímých nákladů IPO. Jejich rozdílná výše na amerických a evropských trzích má proto hlavní dopad na porovnání nákladnosti IPO na těchto trzích.

- Ostatní přímé náklady byly převážně rozloženy mezi poplatky finančním poradcům, právníkům a auditorům. Poplatky za přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu představovaly v porovnání s ostatními náklady zanedbatelnou položku.
- Se zvyšujícím se objemem emise přímé náklady v absolutní výši rostou, v relativním vyjádření (v procentech z objemu emise) však klesají.
- Poplatky upisovatelům představovaly u většiny analyzovaných emisí 3 – 5 % z objemu emise.
- Náklady na právní, auditorské a poradenské služby činily v průměru 2,5 – 5,5 %, u několika emisí však dosahovaly výrazně vyšší hodnoty. To bylo zapříčiněno specifiky těchto emisí, které si vyžádaly rozsáhlejší finanční a právní služby v procesu přípravy emitenta na IPO.
- Nelze učinit jednoznačný závěr ohledně rozdílu v relativní výši právních, auditorských a poradenských služeb ani ostatních přímých nákladů na amerických a evropských trzích.
- Pro společnosti, které realizují IPO na burzovních trzích mimo zemi jejich původu, mohou poplatky za právní a auditorské služby dosáhnout vyšší hodnoty než pro domácí společnosti. Je tomu tak především proto, že je nutné najmout právníky jak v zemi původu emitenta, tak i v zemi, kde se realizuje IPO, dále je nezbytné připravit finanční dokumentaci v jazyce a v souladu s účetními standardy příslušné země, v neposlední řadě jde též o nákladnější propagaci emitenta.

V následující tabulce je uveden procentuelní rozsah hlavních přímých nákladů IPO na londýnské burze u emise akcií s tržní kapitalizací 20 mil. GBP.

NÁKLADOVÁ POLOŽKA IPO	% Z OBJEMU EMISE
Poplatky upisovatelům	3–5
Poplatky za finanční poradenství	1–2
Poplatky právníkům	1–2
Poplatky auditorům	0,5–1,5
Poplatky za přijetí akcií k obchodování	<0,1
Náklady na public relations	<0,5
PŘÍMÉ NÁKLADY IPO	5,5–11

Tabulka 4-21: Procentuelní rozsah hlavních přímých nákladů IPO na LSE [Zdroj: Oxera (2006)]

V tabulce 4-22 je uvedeno rozložení přímých nákladů IPO na americkém trhu NASDAQ u emise akcií s tržní kapitalizací 25 mil. USD a 50 mil. USD.

OBJEM EMISE	25 MIL. USD		50 MIL. USD	
Počet vydaných akcií (ks)	5 880 000		5 880 000	
	USD	% Z EMISE	USD	% Z EMISE
Poplatky upisovatelům	1 750 000	7,00	3 500 000	7,00
Poplatky právníkům	200 000	0,80	200 000	0,40
Poplatky auditorům	160 000	0,64	160 000	0,32
Registrační poplatky	113 974	0,46	126 763	0,25
Náklady na tisk	100 000	0,40	100 000	0,20
Ostatní náklady	39 200	0,16	39 200	0,08
PŘÍMÉ NÁKLADY IPO	2 363 174	9,45	4 125 963	8,25

Tabulka 4-22: Rozložení přímých nákladů IPO na americkém trhu NASDAQ [Zdroj: Evans (2003)]

Jak ukazuje tabulka 4-22, poplatky upisovatelům jsou na amerických trzích značně vysoké. V první polovině 90. let se proto v USA začaly objevovat tzv. přímé veřejné nabídky akcií (angl. *direct public offerings*) jako alternativní způsob IPO, kdy především malé firmy nevyužívají při emisi akcií služeb investiční banky jako upisovatele a snaží se ji prodat sami. Tento způsob sice šetří náklady IPO spojené s rolí investiční banky, je však poměrně riskantní, neboť investoři mohou mít právem obavy především z nedostatečné finanční analýzy emitenta a také z nesprávného ocenění emise. (83)

ROK	POČET IPO	PRŮMĚRNÁ POČÁTEČNÍ VÝNOSNOST	CELKOVÝ IMPLICITNÍ NÁKLAD IPO (MLD. USD)
1990	107	10,9 %	0,30
1991	278	11,9 %	1,36
1992	392	10,3 %	1,73
1993	487	12,8 %	3,24
1994	405	9,8 %	1,47
1995	457	21,1 %	4,76
1996	672	17,2 %	6,80
1997	472	13,9 %	4,53
1998	283	21,7 %	5,25
1999	476	71,0 %	36,94
2000	380	56,3 %	29,67
2001	80	13,9 %	2,97
2002	66	9,1 %	1,13
2003	63	12,2 %	1,01
2004	174	12,3 %	3,83
2005	161	10,0 %	2,65
2006	158	12,3 %	3,97
1990-2006	5111	22,7 %	111,6

Tabulka 4-23: Průměrná počáteční výnosnost a celkový implicitní náklad IPO v USA v letech 1990 – 2006

[Zdroj: Ritter (2007)]

Kromě výše uvedených přímých nákladů existuje i jeden významný *náklad nepřímý*, který je spojen se samotným procesem IPO. Jedná se o *underpricing*, který byl popsán v předchozí kapitole. V tabulce 4-23 je uvedena průměrná počáteční výnosnost amerických IPO a celková hodnota implicitního nákladu, který emitentům vznikl v souvislosti s podhodnocením emisního kurzu v letech 1990 – 2006.

Některé zahraniční studie, například (10), se zabývaly otázkou, zda existuje vztah mezi výší poplatků upisovatelům a výší *underpricingu*. Ze závěrů těchto studií vyplývá, že například prestižní upisovatelé, kteří si účtují vysoké poplatky za úpis akcií, mohou díky své dobré pověsti snížit nejistotu investorů ohledně skutečné hodnoty nově emitovaných akcií. Investoři pak budou ochotni akceptovat vyšší emisní kurz, který je spojen s nižší hodnotou *underpricingu*. Vysoké poplatky upisovatelům tak mohou být v některých případech kompenzovány nižším *underpricingem*. Následující tabulka porovnává výši poplatků upisovatelům s výší *underpricingu* na amerických a evropských trzích.

POPLATKY UPISOVATELŮM	LSE, EURONEXT, DEUTSCHE BÖRSE		NYSE, NASDAQ	
	Počet společností	Underpricing (%)	Počet společností	Underpricing (%)
< 1 %	2	11,1	–	–
1-2 %	11	1,9	2	4,6
2-3 %	23	3,1	2	9,0
3-4 %	43	7,1	3	0
4-5 %	12	7,9	16	1,9
5-6 %	4	4,1	27	2,1
6-7 %	2	10,9	265	6,9
7-8 %	–	–	2	-0,2
> 8 %	–	–	1	-12,0

Tabulka 4-24: Vztah mezi poplatky upisovatelům a *underpricingem* [Zdroj: Oxera (2006)]

Z uvedené tabulky vyplývá, že neexistuje jednoznačný vztah mezi výší poplatků upisovatelům a výší *underpricingu*, a nelze tedy učinit závěr, že na amerických trzích jsou vysoké poplatky upisovatelům kompenzovány nižší hodnotou *underpricingu*. U většiny amerických IPO představují poplatky upisovatelům 6 – 7 % a jsou spojeny s *underpricingem* ve výši cca 6,9 %. U většiny evropských IPO činí poplatky upisovatelům 2 – 4 % a *underpricing* se pohybuje od 3,12 % do 7,1 % . Oxera (2006) proto dochází k následujícím závěrům:

- poplatky upisovatelům jsou na amerických trzích jednoznačně vyšší než na trzích evropských,

- v případě *underpricingu* neexistuje jednoznačný rozdíl mezi evropskými a americkými trhy.

Z výzkumu (67) dále vyplývá, že manažeři analyzovaných firem nepovažovali *underpricing* za významný náklad IPO, a to z těchto důvodů:

- prodej akcií stávajícími vlastníky na veřejném trhu nebyl hlavním důvodem pro realizaci IPO, a proto měl *underpricing* nízký vliv na bohatství stávajících akcionářů,
- manažeři vnímali *underpricing* jako nástroj ke zvýšení pravděpodobnosti úspěchu IPO,
- možnost realizace nadprůměrně vysokých zisků během prvního dne obchodování na sekundárním trhu přitahuje zájem médií a zvyšuje publicitu emitenta. *Underpricing* byl v tomto smyslu vnímán spíše jako přínos než náklad.

Z výše uvedeného vyplývá, že i když je *underpricing* teoreticky považován za významný nepřímý náklad IPO, snaha o jeho účelné snižování nestojí vždy v popředí zájmu emitentů. V následující tabulce je uvedena výše podhodnocení emisního kurzu pro prvotní veřejné nabídky akcií uskutečněné na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze.

EMITENT	VÝŠE UNDERPRICINGU (%)
<i>Zentiva N.V.</i>	4,02
<i>ECM Real Estate Investments A.G.</i>	11,70
<i>Pegas Nonwovens, S.A.</i>	4,53
<i>AAA Auto Group N.V.</i>	0,05

Tabulka 4-25: Výše podhodnocení emisního kurzu akcií na českém kapitálovém trhu

[Zdroj: Vlastní zpracování]

Na základě provedené analýzy realizačních nákladů spojených s IPO lze konstatovat, že největší přímý náklad představují poplatky upisovatelům. Jejich výše se významně mění v závislosti na trhu vybraném pro realizaci IPO. U emisí s podobnými parametry jsou poplatky upisovatelům na amerických trzích výrazně vyšší (cca 6,5 % z objemu emise) než na trzích evropských (v průměru 3 – 4 % z objemu emise). Poplatky za přijetí akcií k veřejnému obchodování představují zanedbatelnou položku celkových nákladů IPO, neboť velmi často činí méně než 0,1 % z objemu emise.

Mezi další přímé náklady spojené s IPO patří poplatky za právní, auditorské a poradenské služby a dále také náklady na marketing a *public relations*. Tyto náklady lze souhrnně kvantifikovat v rozmezí 3 – 6 % z objemu emise, avšak je třeba zdůraznit, že jejich skutečná

výše je vždy individuální a závisí na specifikách jednotlivých emisí, například na velikosti emise, připravenosti emitenta pro vstup na kapitálový trh, způsobu úpisu akcií atd.

Vzhledem k tomu, že některé realizační náklady jsou fixního charakteru (např. náklady na právní, poradenské a auditorské služby, náklady na marketing), jejich relativní vyjádření jako % z objemu emise s rostoucím objemem emise značně klesá – viz tabulka 4-26.

Za nepřímý realizační náklad IPO lze považovat podhodnocení emisního kurzu akcií, jehož průměrná hodnota činí 10 – 15 %. *Underpricing* je jako významný náklad IPO vnímán především u IPO s větším množstvím sekundárních akcií, neboť jeho výše ovlivňuje výnosnost stávajících akcionářů, kteří v rámci IPO odprodávají své akcie. *Underpricing* však nemusí být vnímán pouze jako náklad IPO. Možnost realizace vysokého počátečního výnosu přitahuje zájem médií a potenciálních investorů a zvyšuje tak pravděpodobnost úspěchu nové emise.

OBJEM EMISE V MIL. \$	POČET IPO	POPLATKY UPISOVATELŮM	OSTATNÍ PŘÍMÉ NÁKLADY	CELKOVÉ PŘÍMÉ NÁKLADY	PRŮMĚRNÝ POČÁTEČNÍ VÝNOS	CELKOVÉ NÁKLADY IPO
2-9,99	337	9,05 %	7,91 %	16,96 %	16,36 %	25,16 %
10-19,99	389	7,24 %	4,39 %	11,63 %	9,65 %	18,15 %
20-39,99	533	7,01 %	2,69 %	9,70 %	12,48 %	18,18 %
40-59,99	215	6,96 %	1,76 %	8,72 %	13,65 %	17,95 %
60-79,99	79	6,74 %	1,46 %	8,20 %	11,31 %	16,35 %
80-99,99	51	6,47 %	1,44 %	7,91 %	8,91 %	14,14 %
100-199	106	6,03 %	1,03 %	7,06 %	7,16 %	12,78 %
200-499	47	5,67 %	0,86 %	6,53 %	5,70 %	11,10 %
500 a více	10	5,21 %	0,51 %	5,72 %	7,53 %	10,36 %
Celkem	1767	7,31 %	3,69 %	11,00 %	12,05 %	18,69 %

Tabulka 4-26: Přímé a nepřímé náklady IPO v % z objemu emise v USA v letech 1990 – 1994

[Zdroj: Ritter (1998)]

4.4.6.2 Náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií

Po úspěšné realizaci prvotní veřejné nabídky akcií vznikají emitentovi a investorům další náklady spojené s obchodováním akcií na sekundárním trhu. Jedná se především o:

- náklady spojené s regulatorními požadavky a s požadavky na správu a řízení společnosti (angl. *corporate governance*),
- roční burzovní poplatky,
- transakční náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu. (67)

Náklady na intenzivní formu zveřejňování informací investorům a požadavky na řízení a správu společnosti mohou mít pozitivní i negativní dopad na nákladnost IPO. Jejich existence zvyšuje důvěru investorů v nové emise, a ti jsou proto ochotni zaplatit vyšší cenu za akcie. Na druhé straně dodržování přísných pravidel přináší dodatečné náklady pro emitenta.

Lze předpokládat, že pokud mají investoři velmi málo informací pro svá investiční rozhodování, budou požadovat vyšší návratnost investice, a z toho důvodu uloží rizikovou prémii ještě před investováním do firmy.

Regulace v oblasti cenných papírů stanoví minimální množství informací, které musí firmy poskytovat investorům a veřejnosti. Pokud mají investoři k dispozici více informací, mohou lépe odhadovat budoucí zisky ze svých investic. Následně to může pro firmy v zemích s přísnější regulací znamenat nižší cenu kapitálu. Dle zdroje (56) mají firmy ze zemí s rozsáhlejšími požadavky na zveřejňování informací, silnější regulací v oblasti cenných papírů a striktnějším vymáhacím mechanismem podstatně nižší náklady na kapitál. Při měření závažnosti účinků se zjistilo, že cena kapitálu firem v zemích, jejichž regulace v oblasti cenných papírů se pohybuje ve spodním kvadrantu, může být až o dva procentní body vyšší než cena kapitálu firem v zemích, jejichž regulace v oblasti cenných papírů dosahuje nejvyššího kvadrantu.

Kromě poplatků za přijetí akcií k veřejnému obchodování musí společnosti, s jejichž akciemi se veřejně obchoduje, platit *roční burzovní poplatky*. Následující tabulka ilustruje jejich výši na vybraných burzách pro společnosti s tržní kapitalizací 100 mil. £, 500 mil. £ a 10 mld. £.

BURZA	TRŽNÍ KAPITALIZACE 100 MIL. £		TRŽNÍ KAPITALIZACE 500 MIL. £		TRŽNÍ KAPITALIZACE 10 MLD. £	
	(£)	% Z OBJEMU	(£)	% Z OBJEMU	(£)	% Z OBJEMU
<i>LSE - Main Market</i>	4 029	0,004	8 235	0,002	34 515	0,0003
<i>LSE - AIM</i>	4 180	0,004	4 180	0,001	–	–
<i>NYSE</i>	19 110	0,019	19 110	0,004	273 000	0,0027
<i>NASDAQ National</i>	16 653	0,017	24 297	0,005	40 950	0,0004
<i>NASDAQ Small Cap</i>	11 466	0,011	11 466	0,002	–	–
<i>Euronext</i>	2 752	0,003	8 256	0,002	13 760	0,0001
<i>Deutsche Börse</i>	5 160	0,005	5 160	0,001	5 160	0,0001

Tabulka 4-27: Roční burzovní poplatky na vybraných trzích v roce 2005 [Zdroj: Oxera (2006)]

Z uvedené tabulky vyplývá, že roční burzovní poplatky se na jednotlivých trzích liší. Pro menší společnosti (s tržní kapitalizací kolem 100 mil. £) jsou nejnižší na Euronextu, LSE a Deutsche Börse. Podstatné však je, že jejich výše má pouze velmi malý dopad na nákladnost

IPO (podobně jako u poplatků za přijetí akcií k obchodování) a s rostoucí tržní kapitalizací roční burzovní poplatky procentuelně klesají. Totéž platí pro český kapitálový trh, na kterém roční poplatek za obchodování cenných papírů na hlavním trhu BCPP činí v současné době 0,05 % z objemu emise, max. však 300.000 Kč.

Investoři, kteří požadují určitou čistou míru výnosnosti jsou většinou ochotni akceptovat vyšší cenu akcií v případě, že existují nižší transakční náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu. Transakční náklady, které vznikají investorům z obchodování na sekundárním trhu tak mají vliv na tržní hodnotu akcií a tím i na celkové náklady IPO. Transakční náklady související s obchodováním na sekundárním trhu mohou být rozděleny na přímé (explicitní) a nepřímé (implicitní) náklady. (67)

Mezi přímé transakční náklady patří především poplatky za zprostředkování nákupu a prodeje cenných papírů (např. poplatky obchodníkům s cennými papíry) a zdanění výnosu z cenných papírů. Nepřímé transakční náklady souvisí s likviditou trhu a patří mezi ně například rozdíl mezi prodejní a nákupní cenou akcií v daném čase a kurzové pohyby. Oxera (2006) dochází k následujícím závěrům:

- **přímé náklady** se výrazně liší na jednotlivých burzovních trzích. Nejnižší hodnoty dosahují na londýnské burze,
- **nepřímé náklady** jsou nejnižší na NYSE, dále následuje Deutsche Börse, Euronext, LSE a NASDAQ,
- **celkové náklady** související s obchodováním na sekundárním trhu jsou nejnižší na NYSE a LSE. Na Euronextu a Deutsche Börse dosahují přibližně stejné velikosti, nejvyšší hodnoty dosahují na NASDAQu.

5 Výzkum financování formou IPO na českém kapitálovém trhu

Vzhledem k velmi nízkému počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu je tato část práce zaměřena na určení předpokladů a navržení postupu při realizaci IPO, analýzu příčin nízkého zájmu českých podniků o financování svého rozvoje touto formou a zhodnocení dosud uskutečněných prvotních veřejných nabídek akcií v České republice.

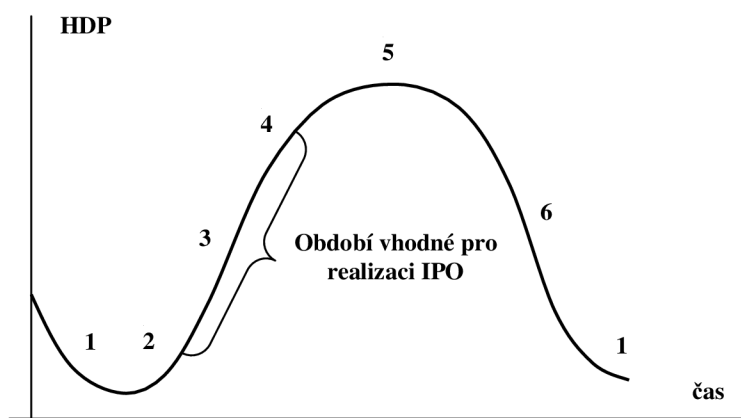
5.1 STANOVENÍ PŘEDPOKLADŮ PRO REALIZACI IPO

Cílem této kapitoly je určení hlavních předpokladů pro úspěšnou realizaci prvotní veřejné nabídky akcií v podmínkách českého kapitálového trhu. Ty je možné rozdělit do několika oblastí, a to na:

- makroekonomické předpoklady,
- mikroekonomické předpoklady,
 - *postavení společnosti na trhu,*
 - *finanční účetnictví a výkaznictví,*
 - *finanční zdraví,*
 - *správa a řízení společnosti (corporate governance),*
 - *prezentace společnosti,*
- požadavky na velikost a strukturu IPO.

5.1.1 MAKROEKONOMICKÉ PŘEDPOKLADY

Z makroekonomického hlediska lze za období vhodné pro realizaci IPO považovat situaci, kdy na finančním trhu existuje dostatečná poptávka po akciích společností. Vzhledem k tomu, že finanční a ekonomický systém jsou vzájemně těsně propojeny, je vývoj na finančním trhu silně ovlivněn nejen okamžitým, ale i očekávaným budoucím vývojem národní i světové ekonomiky. To znamená, že vzhledem k jejich cyklickému chování je třeba při emitování akcií a ostatních cenných papírů přihlížet i k působení hospodářského cyklu. Základní tendence vývoje na finančním trhu během jeho dílčích vývojových období je možné popsat následujícím způsobem s pomocí obrázku 5-1.



Obrázek 5-1: Vývoj hrubého domácího produktu v návaznosti na jednotlivé fáze hospodářského cyklu⁸¹

[Zdroj: Rejnuš (2005a)]

Na konci poklesu hospodářského cyklu (bod 1 v obrázku 5-1) se ekonomika po prodělané deflaci nachází ve stavu obecně velmi nízkých cen, nízkých úrokových sazeb, nízké úrovně domácího produktu, nízkých zisků většiny podniků a z toho vyplývajících nízkých nebo vůbec žádných výplat dividend. Ekonomika se zároveň nachází v situaci nízké úrovně poptávky po úvěrech a s tím souvisejícího značného přebytku zápůjčního kapitálu i nízké investiční aktivity podniků, které provádějí jen nejnnutnější reprodukční investice a omezují výrobu.

Pouze nejodvážnější investoři počítající s následným oživením ekonomiky, začínají pomalu nakupovat akcie, které se v této době nacházejí na svých dlouhodobých kurzových minimech. Většinou se jedná o akcie velkých a silných korporací, případně renomovaných bank, jež zaručují nejen přežití stávající krize, ale vykazují schopnost aktivně se podílet na jimi předpokládaném budoucím ekonomickém růstu.

Po zastavení ekonomického poklesu se začne nejprve oživovat produkce těch výrobků a služeb, které jsou nezbytné pro život obyvatelstva, jehož většina si je ovšem v poslední době musela odpírat a jejich nákup odkládala na pozdější dobu. Jejich struktura pak bude do jisté míry souviset s politikou státu, který má též zájem na překonání stávající krize a svými státními zakázkami a vyplácením státních podpor se na oživování ekonomiky rovněž podílí. Podniky zvyšující výrobu začínají postupně zaměstnávat další pracovníky. Úrokové sazby jsou v této době velmi nízké, ceny práce, surovin i energií jsou rovněž nízké a pomalu

⁸¹ Jedná se pouze o krátké období, v němž je abstrahováno od faktoru růstu potenciálního produktu ekonomiky.

nabíhající výroba nemá žádný negativní dopad na inflaci. Postupné zvyšování výroby však znamená i zvýšený příliv peněz do domácností. To způsobuje další nárůst jejich poptávky, a proto se začínají rozvíjet i další odvětví ekonomiky, zejména průmyslu. V důsledku toho se postupně začíná měnit i všeobecné očekávání týkající se konce krize a budoucího urychlování rozvoje již nastartovaného hospodářského růstu. Na toto pozitivní očekávání reagují i investoři zvýšením poptávky po akciích, jejichž ceny tak začínají pomalu růst (bod 2 v obrázku 5-1).

V dalším období se začínají postupně oživovat další odvětví a obory ekonomiky. Zvyšující se produkce však stále ještě nezpůsobuje inflační tlaky, a úrokové sazby proto nadále zůstávají poměrně nízké. Stávající výrobní kapacity firem jsou však postupně stále více vytěžovány, přičemž ekonomika již začíná produkovat v celém výrobním spektru, a to včetně stále vázanějšího sektoru služeb. Celková úroveň její produkce se tak začíná blížit plnému využití stávajících výrobních kapacit, kterých se v některých oborech již dokonce začíná nedostávat. Řada podniků proto začíná postupně realizovat i čisté investice, což ovšem zpravidla vyžaduje externí financování, a to jak prostřednictvím bank, tak i nových emisí cenných papírů. ***Z makroekonomického hlediska je toto období považováno za velmi příznivé pro realizaci prvotní veřejné nabídky akcií*** (bod 3 v obrázku 5-1).

Z důvodu realizace čistých investic roste počet podniků, které rozšiřují výrobu, především ze strojírenství a dalších příbuzných oborů, např. stavebnictví. Postupně ovšem nastává situace, kdy se začíná nedostávat kvalifikované pracovní síly. V důsledku vysoké zaměstnanosti a postupného růstu mezd dále stoupá i poptávka domácností, a to i po luxusním zboží a předmětech dlouhodobé spotřeby. To spolu se stoupající výrobní spotřebou podniků začíná přehřívát ekonomiku. Velmi rychle rostou i úrokové sazby, a to jak u úvěrů, tak u emitovaných dluhopisů. Ty jsou vydávány za účelem urychleného dokončení rozestavěných investičních akcií, které by podnikům umožnily zefektivnit výrobu, a vzhledem k progresivitě inovované výroby, umožňující snížit náklady a zvýšit produktivitu práce, obstát v současné konkurenci. Navíc vzhledem k tomu, že ekonomové již začínají tušit brzký vrchol hospodářského cyklu, se jedná i o vytváření podmínek k úspěšnému přežití následné hospodářské recese, se kterou je již nutno výhledově počítat.

V této době, v důsledku snahy ochladit ekonomiku a zpomalit nejen hospodářský růst, ale i postupně se zvyšující inflaci, začíná zvyšovat úrokové sazby i centrální banka. Kurzy akcií jsou v tomto období již extrémně vysoké, a to v důsledku vysokých zisků, jichž akciové

společnosti dosahují. Tato doba, kdy společnosti vykazují velmi dobré finanční výsledky, mají vysokou výkonnost a odvětví, ve kterém působí, je na vrcholu svého růstu, motivuje společnosti stále více pro vstup na kapitálový trh formou IPO. Postupně se však začínají objevovat první investoři, kteří i přes vysoké dividendy začínají předražené akcie postupně prodávat a své volné peněžní prostředky přechodně ukládají na vysoce úročené, většinou krátkodobé termínované účty vedené u renomovaných komerčních bank, aby je posléze mohli použít na nákup dlouhodobých obligací s fixní úrokovou sazbou. Ekonomika se v tomto období nachází těsně před svým vrcholem (bod 4 v obrázku 5-1).

Další zvyšování úrokových sazeb centrální bankou a postupně se stále více prosazující všeobecný názor o brzkém přechodu ekonomiky do fáze kontrakce začne postupně postihovat též finanční sektor. To se týká jak komerčních bank nesoucích riziko případných nenávratných úvěrů podniků, které úvěrovaly, tak i dalších finančních institucí, a to zejména těch, které vložily peněžní prostředky svých klientů do akcií anebo v nich mají uložen svůj vlastní majetek. Problém totiž spočívá v tom, že se stoupající tržní úrokovou mírou se snižují vnitřní hodnoty akcií, které investoři začínají vnímat jako nadhodnocené, a že vyšší úrokové sazby placené z úvěrů, resp. nově emitovaných dluhopisů, začínají stále silněji negativně ovlivňovat hospodářské výsledky podniků. Tím se zvyšuje počet burzovních příkazů na jejich prodej, a to jak ze strany retailových investorů, tak též institucí kolektivního investování, resp. i některých pojišťoven, od kterých investoři požadují výplatu svých vložených prostředků. Investoři tedy začínají urychleně rozprodávat svá portfolia, což následně zvyšuje nabídku akcií na akciových trzích a způsobuje pokles jejich kurzů. ***Z těchto důvodů nemá většina investorů zájem o prvotní veřejné nabídky akcií a financování touto formou představuje pro podniky velmi riskantní záležitost*** (bod 5 v obrázku 5-1).

Následně dochází k otřesům akciových burz. Kurzy akcií začínají v důsledku jejich rychle se zvyšující nabídky prudce klesat. Mezi investory se začíná šířit panika, v důsledku čehož klesají akciové kurzy ještě rychleji. Vzhledem ke vzájemné propojenosti jednotlivých akciových společností, jakož i díky tomu, že akcie mají ve svých portfoliích i komerční banky, investiční a podílové fondy, resp. celá řada dalších finančních nebo jiných institucí, snižuje se současně i hodnota jejich majetku. Tím dopadají veškeré ztráty až na konečné vlastníky, neboli obyvatele příslušné země, resp. zahraniční investory (v důsledku čehož se může krize následně rozšířit i do dalších zemí). Jelikož domácnosti ztratily podstatnou část svého majetku, začínají prudce omezovat svoji poptávku po zboží a službách, přičemž řada

z nich není schopna splácet komerčním bankám své závazky. Výroba prudce klesá, podniky, ve snaze prodat, snižují ceny svých výrobků a služeb, takže začíná období deflace. Řada zejména menších firem, které rovněž nejsou schopny splácet své úvěry, postupně krachuje, zároveň se rychle zvyšuje nezaměstnanost. Na základě klesající poptávky po zápůjčním kapitálu, jakož i vzhledem ke snaze centrální banky pomoci zažehnat krizi a podpořit ekonomickou aktivitu, klesají v tomto období i úrokové sazby. A pokud se týká státu, ten ve snaze opatřit si finanční prostředky, potřebné na financování jak sociální sítě, tak i svých zamýšlených investic, cílených na podporu ekonomické aktivity firem, začíná opět více emitovat nové obligace, zejména fixně úročené.

Z investorů v této době profitují jen ti, kteří si včas opatřili kvalitní dlouhodobé obligace s fixní úrokovou sazbou, jejichž kurzy v důsledku poklesu úrokových sazeb stoupají. V této době (bod 6 v obrázku 5-1) jsou sice ještě pořád nejvýhodnější investicí, ale někteří investoři již pomalu začínají uvažovat o jejich prodeji s cílem opatřit si včas peněžní prostředky na zamýšlený nákup akcií, které sice ještě stále klesají, což se však již může brzy změnit v rámci očekávání další etapy hospodářského cyklu. ***Tou bude opět oživení a následný hospodářský růst vhodný pro emitování dalších akcií.*** (78)

Pokud se týká výše uvedeného příkladu hospodářského cyklu, je třeba konstatovat, že se jedná pouze o jednu z možných variant jeho průběhu. Ve skutečnosti se totiž v celé historii ještě nestalo, že by jakékoli dva hospodářské cykly byly úplně stejné. Proto také jejich skutečné, graficky znázorněné vývojové trendy nejsou nikdy přesnými Gaussovými křivkami, jak ukazuje obrázek 5-1. Ve skutečnosti trvají jednotlivé hospodářské cykly jinak dlouhou dobu, probíhají různou rychlostí, liší se od sebe velikostí svých vzestupů a poklesů i dobou jejich trvání a vyznačují se řadou dalších rozdílů a specifíků, která příslušná ekonomika vykazuje.

5.1.2 MIKROEKONOMICKÉ PŘEDPOKLADY

Předpoklady pro realizaci IPO z hlediska samotného emitenta je možné rozdělit do několika oblastí, a to na:

- postavení společnosti na trhu,
- finanční účetnictví a výkaznictví,
- finanční zdraví,
- správu a řízení společnosti (*corporate governance*),
- prezentaci společnosti.

Společnost uvažující o vstupu na kapitálový trh formou prvotní veřejné nabídky akcií by měla podnikat v atraktivním růstovém odvětví z pohledu potenciálních investorů a nabídnout jim *přesvědčivý „investiční příběh“* (angl. *investment story*). Ten představuje strategii společnosti transformovanou dle klasických marketingových zásad pro uvedení nového produktu na trh do takové podoby, která bude mít jednoznačný účinek na investory, analytiky, zákazníky i obchodní partnery, média i vlastní zaměstnance. Až na výjimky přistupují k IPO firmy, které se nacházejí *v růstové fázi svého životního cyklu*. Je třeba si uvědomit, že z pohledu investorů představuje vložení peněžních prostředků do nových akcií značné riziko, a pokud jej mají přijmout, je nezbytné, aby jim firma nabídla participaci na budoucím očekávaném růstu. Společnost by proto měla mít:

- atraktivní a dobře odlišitelné produkty a služby s možností ověřit si předchozí úspěch,
- vysoký podíl na trhu,
- vysokou konkurenceschopnost,
- diverzifikované portfolio dodavatelů a odběratelů.

Z pohledu finančního účetnictví je nutné, aby společnost uvažující o financování svého rozvoje formou IPO měla implementovány Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS⁸²), dříve označované jako Mezinárodní účetní standardy (IAS⁸³). Význam tohoto souboru standardů byl pro Českou republiku umocněn v souvislosti s jejím vstupem do Evropské unie, neboť ta vyžaduje, aby společnosti emitující veřejně obchodovatelné cenné papíry sestavovaly konsolidované účetní závěrky nejpozději od roku 2005 v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví.

Od 1. 5. 2004 vstoupil v České republice v platnost odst. 9 zákona o účetnictví⁸⁴, který stanoví pro obchodní společnosti emitující cenné papíry registrované na regulovaném trhu cenných papírů v členských státech Evropské unie povinnost *použít pro účtování a sestavení účetní závěrky Mezinárodní standardy účetního výkaznictví upravené právem Evropských společenství*. Dále k tomuto datu vstoupil v platnost § 23a zákona o účetnictví, který nařizuje konsolidujícím účetním jednotkám, které jsou emitenty cenných papírů registrovaných na regulovaném trhu cenných papírů v členských státech Evropské unie, použití Mezinárodních standardů účetního výkaznictví pro sestavování konsolidované účetní závěrky při vyhotovení výroční zprávy.

⁸² IFRS je zkratka pro „International Financial Reporting Standards“.

⁸³ IAS je zkratka pro „International Accounting Standards“.

⁸⁴ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

Přechod na Mezinárodní standardy účetního výkaznictví je proto nezbytným předpokladem pro realizaci IPO. Zákon však předepisuje nejen vedení účetnictví dle IFRS po datu emise, ale i předložení finančních výkazů podle IFRS nejméně za tři po sobě následující účetní období předcházející účetnímu období, ve kterém je podána žádost o přijetí akcií na veřejný trh. Proces implementace IFRS včetně transformace účetních výkazů dle mezinárodních standardů obvykle trvá několik měsíců a představuje časově nejnáročnější období přípravy na IPO. U středně velké společnosti lze toto období odhadnout na délku přibližně jednoho roku.

Z důvodu plnění informační povinnosti emitenta související s přijetím jeho akcií k obchodování na veřejném trhu je dále vhodné, aby společnost měla zavedeno **čtvrtletní vykazování zpráv** pro potřeby finančního reportingu⁸⁵.

Pokud se týká **finančního zdraví** společnosti, většina odborníků z oblasti podnikových financí se shoduje na názoru, že potenciální kandidát na IPO na českém kapitálovém trhu by měl splňovat následující požadavky:

- mít během minimálně tří posledních let před plánovaným uskutečněním IPO nárůst obrátu nejméně o 20 % ročně a jeho velikost by měla v posledním období před vstupem na kapitálový trh činit alespoň 30 mil. EUR,
- vykazovat kladný peněžní tok z operační činnosti podniku a pozitivní výsledek hospodaření před odečtením nákladových úroků a daně z příjmů (EBIT⁸⁶),
- mít poměr zisku před zdaněním k tržbám přes 10 % a/nebo vyšší než je tržní průměr,
- mít efektivní management nákladů a pracovního kapitálu.

Mezi další předpoklady úspěšné realizace IPO z pohledu emitenta patří **požadavky na „corporate governance“**⁸⁷. Tento pojem zahrnuje jednak vztahy mezi vedením společnosti, její radou, akcionáři a ostatními dotčenými subjekty a jednak způsob, jakým se dosahuje cílů dané společnosti a plnění dohledu nad její činností. Problematika správy a řízení společností nabývá z pohledu zvýšení důvěry investorů stále více na své důležitosti. Nedávné skandály kolem krachu takových společností jako *Enron* či *WorldCom* vnesly do popředí mnoha diskusí nutnou potřebu reformy stávajících pravidel řízení společností a účetních standardů

⁸⁵ Výraz „reporting“ je zde použit proto, že ani výraz „hlášení“ nebo „vykazování“ neodpovídá přesně významu anglického slova „reporting“, které v souladu s terminologií IFRS znamená: „poskytnout uživatelům dostatek spolehlivých informací formou, která je srozumitelná a umožní jim rozumně investovat, nikoli pouze předkládat uživatelům účetní závěrky sestavené podle zákonem vymezených norem“.

⁸⁶ EBIT je zkratka pro „Earning before Interest and Taxes“.

⁸⁷ Do češtiny se tento termín nejčastěji překládá jako „správa a řízení společností“.

nejen ve Spojených státech, ale i v celosvětovém měřítku. Nejzávažnější problém lze spatřit v nedostatečné průhlednosti činností firem a malé odpovědnosti za důsledky, které z ní plynou.

Se snahou o vytvoření jednotných a řádně nastavených pravidel se lze setkat jak na národní, tak i na mezinárodní úrovni. Za pozornost stojí zejména iniciativy prosazované v rámci OECD⁸⁸, Evropské Unie a ve Spojených státech amerických, které jednoznačně směřují k posílení práv akcionářů a zainteresovaných stran, a přeneseně také k posílení konkurenceschopnosti podniků.

Na úrovni Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj se iniciativy týkající se *corporate governance* soustředily na vytvoření obecných pravidel správného řízení společností. Výsledkem této snahy bylo vydání „*Principů corporate governance*“, které v roce 2004 prošly revizí a byly přizpůsobeny stávajícím potřebám. Revidovaná pravidla se soustředí na posílení práv akcionářů a ostatních dotčených subjektů (včetně věřitelů), předcházení střetů zájmů, zabránění zneužívání přidružených společností, zpřehlednění pravidel odměňování vedoucích pracovníků a manažerů, zajištění integrity finančního trhu, transparentnost a vymahatelnost stanovených pravidel. Hlavní principy OECD směřují k:

- zajištění efektivního právního a regulačního rámce pro řádné řízení společností,
- ochraně a usnadnění výkonu práv akcionářů,
- rovnému zacházení se všemi akcionáři,
- posílení práv akcionářů,
- zajištění přístupnosti a transparentnosti informací týkajících se společnosti, zejména pokud jde o její finanční situaci, činnost, vlastnictví a řízení společnosti,
- zajištění odpovědnosti dozorčí rady.

Vzhledem k tomu, že pravidla řízení společností by měla odpovídat specifickým jednotlivých společenství a jejich subjektů, jsou pravidla OECD formulována velmi obecně s tím, že teprve jejich implementace na národní úrovni zohlední veškeré tyto aspekty a umožní vytvoření pravidel nejlépe vyhovujících danému podnikatelskému prostředí. V České republice byly mezinárodní standardy *corporate governance* implementovány v rámci „*Kodexu správy a řízení společnosti*“, který je určen převážně společnostem, jejichž cenné papíry jsou kótovány na regulovaném trhu. Tento kodex vznikl z iniciativy Komise pro cenné papíry a je založen na výše uvedených principech OECD. Jde již o druhé revidované znění, které reflektuje změny,

⁸⁸ Organisation for Economic Co-operation and Development.

jaké tyto principy dozraly na úrovni OECD od roku 1999. Principy kodexu jsou formulovány pouze prostřednictvím doporučení, přičemž některé z nich byly promítnuty do platné legislativy⁸⁹. Hlavními principy, na kterých je kodex založen, jsou:

- osobní odpovědnost správních ředitelů,
- transparentnost jednání správních rad,
- kontrolovatelnost veškeré správy a managementu ze strany akcionářů, veřejnosti i státu.

Základní požadavky na corporate governance jsou formulovány v jednotlivých kapitolách kodexu, podle nichž by správa a řízení společnosti měla:

- podporovat průhledné a efektivní trhy, být konzistentní s vládou zákona a jasně formulovat rozdělení odpovědnosti mezi orgány z oblasti dozoru, regulace a vynucování zákona,
- chránit práva akcionářů a usnadňovat jejich výkon,
- zajistit spravedlivé zacházení se všemi akcionáři včetně minoritních a zahraničních. Všichni akcionáři musejí mít příležitost domoci se odškodnění, pokud byla jejich práva poškozena,
- uznávat zakotvená práva zainteresovaných stran a podporovat aktivní spolupráci mezi společnostmi a zainteresovanými stranami při vytváření bohatství, pracovních míst a finančně zdravých podniků,
- zajistit, že se budou včas a pravdivě uveřejňovat všechny podstatné věci týkající se společnosti, včetně její finanční situace, výkonnosti, vlastnictví a správy a řízení,
- zajistit strategické vedení společnosti, účinné monitorování managementu ze strany představenstva a dozorčí rady a jejich odpovědnost vůči společnosti a akcionářům.

Přijetí výše uvedených principů správy a řízení společností by mělo vést k odstranění některých prvků neetického chování, ke zlepšení podnikatelského prostředí a především ke zvýšení důvěry investorů. Je vhodné, aby společnosti, které uvažují o IPO, ještě před samotným vstupem na kapitálový trh do svých výročních zpráv zařadily prohlášení, do jaké míry je jejich systém správy a řízení v souladu s doporučením kodexu.

Z pohledu **vlastnické struktury a řízení společnosti** by potenciální emitenti dále měly mít:

- transparentní organizační strukturu s přesně definovaným systémem řízení a odpovědnostmi za jednotlivé obchodní a administrativní činnosti,

⁸⁹ Např. do obchodního zákoníku, zákona o účetnictví, zákona o podnikání na kapitálovém trhu, zákona o auditorech a dalších.

- zkušený, přesvědčivý a stabilní vrcholový management (změny v managementu by neměly probíhat v období těsně před realizací IPO ani být plánované po jejím uskutečnění),
- silnou i druhou (nižší) úroveň managementu,
- rychlé a precizní rozhodovací procesy,
- jasně definované vlastnické poměry bez konfliktu zájmu,
- existenční nezávislost na jediné osobě,
- zavedené systémy měření hodnoty společnosti pro akcionáře.

Poslední oblastí základních předpokladů pro realizaci IPO z pohledu emitenta je jeho *prezentace na veřejnosti*. Společnosti by nemělo činit problémy prezentovat se na veřejných kapitálových trzích a měla by být připravena na *informační otevřenost* a profesionální vztahy s investory. Společnost se musí připravit na to, že akcionáři a investoři požadují přístup k pravidelným, spolehlivým, srovnatelným a dostatečně podrobným informacím, které jsou významné pro jejich rozhodování.

5.1.3 POŽADAVKY NA VELIKOST A STRUKTURU EMISE

K tomu, aby prvotní veřejná nabídka akcií proběhla bez komplikací, je také nutné zajistit její odpovídající velikost, která je měřena součinem počtu nabízených akcií a jejich emisního kurzu. Malé emise lze teoreticky snáze upsat, ale pro úspěšnost prvotní veřejné nabídky akcií a její stabilitu po uvedení na veřejný trh je velmi důležité, aby emise vyvolala dostatečný zájem investorů, a to zejména institucionálního charakteru. Jejich zájem o IPO se obvykle zvyšuje s rostoucím objemem emise.

Obecně platí, že čím je trh více likvidní, tím je možné úspěšně umístit i menší emise. Na některých rozvinutých trzích, například v USA, není výjimkou emise o velikosti 15 mil. USD a méně. Jak ukazuje následující tabulka, celosvětově činí průměrná velikost IPO přibližně 100 mil. USD.

ROK	POČET IPO	CELKOVÝ VÝTĚŽEK (MIL. USD)	PRŮMĚRNÁ VELIKOST EMISE (MIL. USD)
1990	107	4.030	37,66
1991	278	14.110	50,76
1992	392	21.710	55,38
1993	487	28.580	58,69
1994	405	17.590	43,43
1995	457	28.670	62,74
1996	672	42.220	62,83
1997	472	31.590	66,93
1998	283	33.770	119,33
1999	476	64.660	135,84
2000	380	65.010	171,08
2001	80	34.370	429,63
2002	66	22.030	333,79
2003	63	9.580	152,06
2004	174	31.370	180,29
2005	161	28.330	175,96
2006	158	30.180	191,01
1990-2006	5.111	507.800	99,35

Tabulka 5-1: Průměrná velikost IPO na amerických trzích v letech 1990 – 2006

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (85)]

V České republice je zákonem o podnikání na kapitálovém trhu⁹⁰ definována minimální velikost emise na 1,000.000 EUR. Takto malá emise by však vzhledem k současné situaci na českém kapitálovém trhu, na kterém zatím není obvyklé získávat peněžní prostředky touto cestou, nebyla pro veřejné obchodování vhodná. Reálně lze o emisi uvažovat při objemu v desítkách milionů EUR. Na základě konzultace s obchodníkem s cennými papíry jsem dospěl k názoru, že *minimální velikost emise* by měla v českých podmínkách činit cca 30,000.000 EUR. Tato částka by však měla být považována pouze za orientační, neboť při jejím konkrétním stanovení je vždy nutné přihlédnout k sektoru činnosti, ve kterém společnost působí.

Při rozhodování o velikosti emise je třeba si také uvědomit, že čím nižší bude objem emise, tím vyšší budou relativní náklady na IPO (vyjádřené v procentech z objemu emise). Jak již bylo v kapitole 4.4.6 zmíněno, relativní náklady IPO rostou s poklesem objemu emise.

Zákonem stanovené *minimální množství akcií*, které mají být v rámci jejich veřejné nabídky rozptýleny mezi veřejnost činí 25 % z celkového počtu akcií emitenta. Většina odborníků z oblasti transakcí na kapitálovém trhu se však shoduje na názoru, že s ohledem na

⁹⁰ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších právních předpisů.

zabezpečení likvidity emise by měl být počet nabízených akcií v rozmezí 30 – 40 % základního kapitálu společnosti.

Pokud jde o *strukturu emise*, bude vždy záležet na důvodech, které vedou společnost k realizaci prvotní veřejné nabídky akcií. V případě, že společnost potřebuje získat další kapitál pro svůj rozvoj, bude v rámci IPO nabízet zejména *primární akcie* (tj. nově emitované akcie), které však mohou být za účelem zvýšení likvidity emise doplněny i sekundárními akciemi (tj. dříve vydanými akciemi). Pokud je motivem pro uskutečnění IPO prodej akcií stávajícími vlastníky, emise bude tvořena *sekundárními akciemi*. V případě prvotní veřejné nabídky sekundárních akcií, kterou lze v podmínkách českého kapitálového trhu považovat za více rizikovou než nabídku primárních akcií, je za účelem zvýšení důvěry investorů vhodné, aby management firmy svůj případný podíl neprodal.

V následující tabulce je uvedena velikost emise, struktura nabízených akcií a *free float*⁹¹ pro prvotní veřejné nabídky akcií realizované na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze.

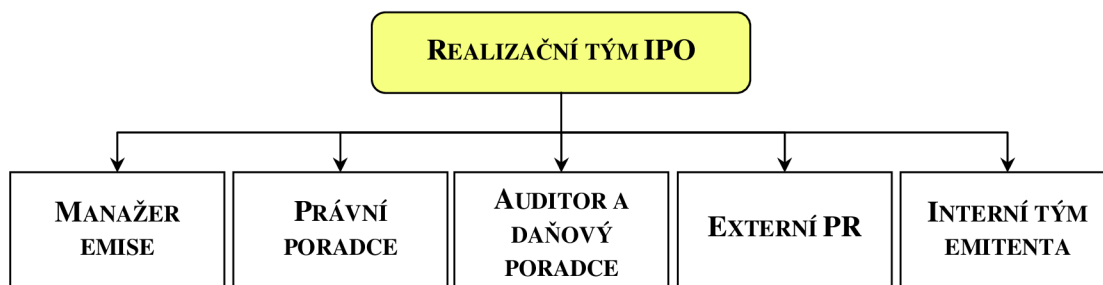
EMITENT	VELIKOST EMISE (EUR)	STRUKTURA AKCIÍ		FREE FLOAT
		PRIMÁRNÍ	SEKUNDÁRNÍ	
<i>Zentiva N.V.</i>	174 898 087	37,65 %	62,35 %	30,16 %
<i>ECM Real Estate Investments A.G.</i>	80 723 910	81,66 %	18,34 %	44,47 %
<i>Pegas Nonwovens, S.A.</i>	136 154 250	35,90 %	64,10 %	54,64 %
<i>AAA Auto Group N.V.</i>	35 515 750	100 %	0 %	26,21 %

Tabulka 5-2: Velikost a struktura IPO na českém kapitálovém trhu [Zdroj: Vlastní zpracování]

5.2 VÝBĚR PARTNERŮ PRO PŘÍPRAVU IPO

Rozhodnutí managementu společnosti vstoupit na kapitálový trh formou prvotní veřejné nabídky akcií musí být doprovázeno výběrem vhodných partnerů pro přípravu IPO. Emitent obvykle není schopen zabezpečit vlastními silami technickou, ekonomickou a právní stránku celého procesu IPO. Jak ukazuje následující obrázek, realizační tým IPO je obvykle sestavený z manažera emise, právního poradce, auditora a daňového poradce, poradce pro vztahy s investory a veřejností a interního týmu emitenta.

⁹¹ Jedná se o část základního kapitálu, se kterou se po realizaci IPO veřejně obchoduje.



Obrázek 5-2: Realizační tým IPO [Zdroj: Vlastní zpracování]

Výběr vhodného *manažera emise* s individuálním a dlouhodobým přístupem k investorům by měl být jedním z nejdůležitějších rozhodnutí v procesu IPO. Roli manažera emise obvykle vykonává regionální nebo mezinárodní investiční banka v pozici obchodníka s cennými papíry nebo syndikát několika bank, kdy jedna z nich je zvolena vedoucím manažerem emise. Hlavním úkolem manažera emise je *zajištění hladkého průběhu procesu příprav i vlastní realizace IPO*. Mezi dílčí úkoly manažera emise patří:

- participace na určení velikosti a struktury emise,
- výběr kapitálového trhu pro realizaci IPO,
- příprava investiční strategie (angl. *investment story*),
- participace na výběru ostatních poradců,
- koordinace realizačního týmu a procesu IPO,
- provedení ocenění pro účely emise,
- koordinace vypracování prospektu,
- zajištění úpisu akcií a jejich alokace mezi investory,
- stabilizace emise po jejím uvedení na veřejný trh.

Významným partnerem manažera emise je *právní poradce* se specializací a zkušenostmi na kapitálových trzích. Právní poradce provádí tzv. *právní prověření emitenta* (angl. *legal due diligence*), v rámci kterého kontroluje a dokumentuje veškerý právní rámec podnikání společnosti od jejího založení, včetně úkonů a činnosti statutárních orgánů a všech významných obchodních smluv. Cílem je identifikovat veškerá potenciální právní rizika v podnikání společnosti. Právní poradce za účasti manažera emise dále sestavuje emisní prospekt. Je také vhodné, aby během veřejné nabídky akcií dohlížel na veškerou komunikaci s investory s cílem minimalizovat riziko právních sporů ohledně informací, které byly zahrnuty do textu emisního prospektu. Nejdůležitější úkoly právního poradce lze shrnout v následujících bodech:

- provádí právní prověření emitenta,
- sestavuje prospekt za asistence manažera emise,
- připravuje smluvní dokumentaci vztahující se k IPO,
- dohlíží na právní rámec transakce a chování společnosti v procesu IPO.

Auditor a daňový poradce ověřují finanční výkazy použité k sestavení prospektu emitenta a ocenění akcií a dále se podílejí na celkovém **finančním prověření emitenta** (angl. *financial due diligence*), jehož výstupem je tzv. „*Comfort letter*“. Jedná se o dokument, ve kterém auditor potvrzuje manažerovi emise, že informace, které budou zveřejněny v emisním prospektu, věrně a poctivě zobrazují finanční situaci emitenta. Auditor se též podílí na transformaci finančních výkazů z Českých účetních standardů (CAS) do mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS). Mezi hlavní úkoly auditora a daňového poradce patří:

- ověření finančních výkazů a jejich transformace do podoby IFRS,
- provedení finančního prověření emitenta,
- participace na přípravě finančních údajů, které budou uvedeny v prospektu emitenta,
- vypracování „*Comfort letter*“ potřebného k emisi.

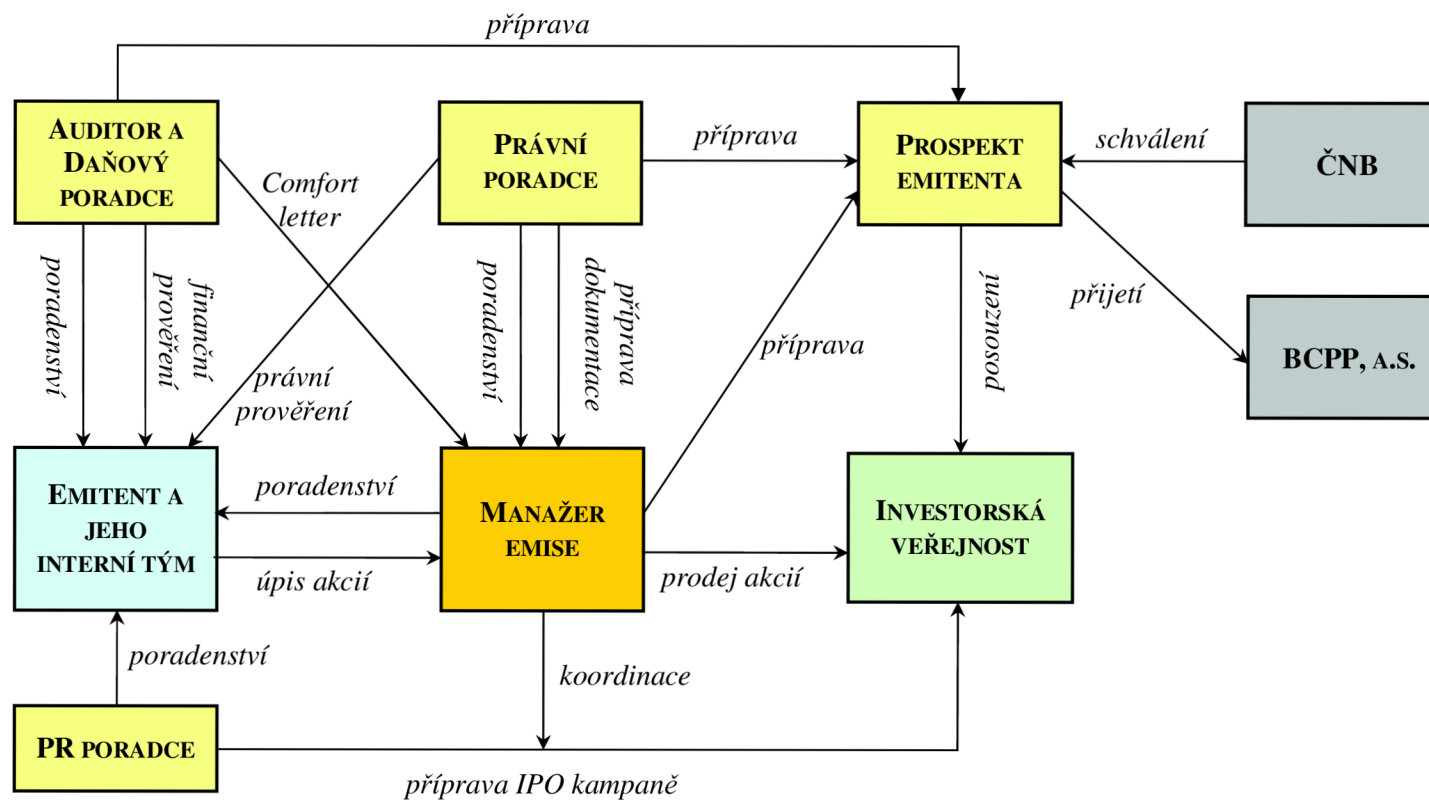
Mezi další zúčastněné subjekty IPO patří externí **poradce pro vztahy s investory a veřejností**, který má zkušenosti s finančním marketingem nejen v oblasti strategie komunikace s investory, ale i ohledně přípravy valných hromad či skupinových setkání s investory. Mezi úkoly PR poradce patří:

- vytváření image společnosti a vrcholového managementu,
- sestavení a vydávání veřejných prohlášení,
- budování vztahů s investory,
- podpora emise komunikací s cílovou investorskou komunitou.

Interní tým emitenta, který je sestaven především z jeho vrcholového managementu, plní následující úkoly:

- poskytuje informace potřebné pro vypracování jednotlivých dokumentů v průběhu procesu IPO,
- sestavuje obchodní a finanční plán,
- spolupracuje s ostatními členy realizačního týmu a opírá se o jejich expertízy.

Vztahy mezi jednotlivými členy realizačního týmu a dalšími zúčastněnými subjekty IPO je možné vyjádřit pomocí následujícího obrázku.

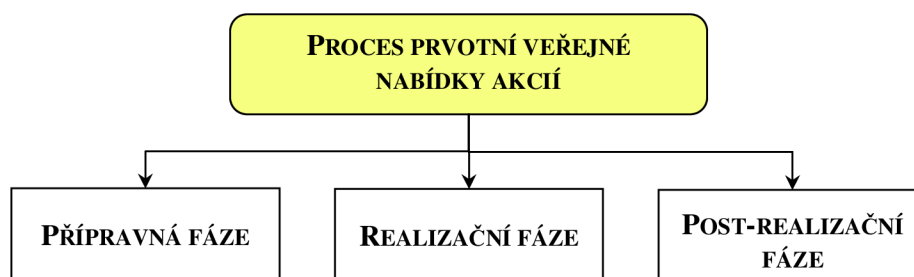


Obrázek 5-3: Vztah mezi jednotlivými členy realizačního týmu IPO [Zdroj: Vlastní zpracování na základě zdroje (53)]

5.3 NÁVRH POSTUPU PŘI REALIZACI IPO

Cílem této kapitoly je navrhnout postup při realizaci IPO na českém kapitálovém trhu. Hlavní důraz je kladen na vymezení všech hlavních kroků spojených s touto formou financování. Jak ukazuje následující obrázek, proces navýšení základního kapitálu formou prvotní veřejné nabídky akcií je možné rozdělit do tří fází, a to na:

- přípravnou fázi,
- realizační fázi,
- post-realizační fázi.



Obrázek 5-4: Jednotlivé fáze procesu prvotní veřejné nabídky akcií [Zdroj: Vlastní zpracování]

5.3.1 PŘÍPRAVNÁ FÁZE

V této fázi se potenciální emitent připravuje na splnění všech nezbytných podmínek pro uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií. Základní předpoklady pro úspěšnou realizaci IPO z hlediska emitenta jsou blíže specifikovány v kapitole 5.1.2 Z časového hlediska lze za nejnáročnější proces přípravy emitenta na IPO považovat implementaci Mezinárodních standardů účetního výkaznictví a provedení nezbytných změn ve vedení a struktuře společnosti v souladu s principy *corporate governance*. Výsledkem přípravné fáze IPO je transformace společnosti do podoby veřejně obchodovatelné společnosti tak, aby byla zajištěna dostatečná transparentnost pro budoucí investory. Příprava společnosti na prvotní veřejnou nabídku akcií obvykle trvá jeden až dva roky.

5.3.2 REALIZAČNÍ FÁZE

Pokud existují příznivé ekonomické podmínky, včetně situace na kapitálovém trhu, a společnost je již dostatečně připravena na veřejnou nabídku svých akcií, je možné přistoupit

k realizační fázi, která souvisí s vlastním procesem IPO. Realizační fázi lze rozdělit do několika kroků:

1. výběr manažera emise a ostatních členů realizačního týmu,
2. výběr trhu pro realizaci IPO,
3. důkladné prověření společnosti (angl. *due diligence*),
4. interní ocenění emitující společnosti,
5. svolání valné hromady,
6. příprava emisního prospektu,
7. proces schvalování emisního prospektu,
8. jednání s organizátorem regulovaného trhu,
9. prezentace společnosti investorům (angl. *road show*),
10. rozhodnutí o výši emisního kurzu akcií a jejich alokaci mezi investory,
11. přijetí akcií k obchodování na veřejném kapitálovém trhu.

Prvním krokem k uskutečnění IPO je **výběr manažera emise**, se kterým společnost uzavře **mandátní smlouvu**, ve které budou upraveny vzájemné vztahy během celého období přípravy emise akcií. Jedním z cílů této smlouvy je ochrana manažera emise před nekrytými výdaji v případě, že z jakéhokoli důvodu nedojde k úpisu akcií. Mandátní smlouva většinou obsahuje ujednání, podle kterého budou manažerovi emise uhrazeny veškeré výdaje, které mu v souvislosti s přípravou IPO vzniknou.

Další významnou položkou mandátní smlouvy je určení tzv. **hrubého rozpětí**⁹² (angl. *gross spread*), které představuje odměnu vedoucímu manažerovi emise a dalším upisovatelům. Dle zdroje (21) obdrží obvykle vedoucí manažer emise za svoji činnost 20 % z hrubého rozpětí. Další část hrubého rozpětí, cca 60 %, je rozdělena mezi ty, kteří se podílejí na samotném úpisu akcií. Zbývajících 20 % je určeno ke krytí skutečně vynaložených nákladů na úpis akcií (odborné poradenství, marketing atd.). Na českém kapitálovém trhu se celková výše hrubého rozpětí pohybuje v rozmezí 3 – 5 % z objemu emise.

Mandátní smlouva dále obsahuje závazek manažera emise uzavřít smlouvu o úpisu akcií, souhlas emitující společnosti k náležité spolupráci a k poskytnutí veškerých relevantních informací realizačnímu týmu a ujednání týkající se opce navýšení (angl. *overallotment option*). Je důležité poznamenat, že mandátní smlouva neobsahuje určení přesné výše

⁹² Někdy se užívá výrazu „upisovací diskont“, angl. „*underwriting discount*“.

emisního kurzu a ve většině případů ani jeho odhad. Tato smlouva zůstává v platnosti až do doby, kdy je podepsána smlouva o upsání akcií. Teprve v ní se manažer emise a další upisovatelé zavazují odkoupit od emitenta akcie za stanovenou cenu.

Manažer emise zjistí potřebnou výši nového kapitálu a ověří si připravenost emitenta pro IPO, případně požádá o provedení investičního *ratingu*⁹³. Jeho dalším úkolem je **výběr vhodného kapitálového trhu pro realizaci IPO**. Tento trh by měl být vybrán s ohledem na sídlo společnosti, celkovou koncepci jejího podnikání, účinnost IPO jako vhodného marketingového nástroje a na očekávanou poptávku a strukturu investorů. Pokud budeme brát v úvahu možnost dostat všem regulatorním a jiným požadavkům pro přijetí akcií k veřejnému obchodování na zahraničních trzích, lze za důvody pro uskutečnění IPO mimo zemi původu emitenta považovat např.:

- větší likviditu zahraničního kapitálového trhu,
- převažující podnikatelské aktivity a vztahy s dodavateli či odběrateli ve vybrané zemi,
- snahu směřovat do cílové země většinu akvizic.

BURZA	BURZOVNÍ TRH	MINIMÁLNÍ VELIKOST IPO	MINIMÁLNÍ MNOŽSTVÍ AKCIÍ ROZPTÝLENÝCH MEZI VEŘEJNOST ⁹⁴	MINIMÁLNÍ DOBA ČINNOSTI EMITENTA
London Stock Exchange	<i>Official List</i>	700.000 GBP	25 %	3 roky
	<i>AIM</i>	nestanovena	nestanoveno	nestanovena
Euronext	<i>Eurolist</i>	nestanovena	25 % nebo 5 % v případě, že tržní kapitalizace IPO přesahuje 5 mil. EUR	3 roky
	<i>Alternext</i>	2,500.000 EUR	2,500.000 EUR	2 roky
Deutsche Börse	<i>Amtlicher</i>	1,250.000 EUR	25 %	3 roky
	<i>Freiverkeher</i>	nestanovena	nestanoveno	1 rok
Borsa Italiana	<i>MTA</i>	40,000.000 EUR	25 %	3 roky
	<i>Expandi</i>	1,000.000 EUR	10 %	2 roky
Warsaw Stock Exchange	<i>Main Market</i>	10,000.000 EUR	25 % nebo 500.000 akcií v hodnotě 17 mil. EUR	3 roky
Burza cenných papírů Praha	<i>Hlavní trh</i>	1,000.000 EUR	25 %	3 roky

Tabulka 5-3: Hlavní požadavky pro přijetí akcií k obchodování na vybraných evropských trzích

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě literatury (70)]

⁹³ *Rating* představuje mezinárodně ustálenou klasifikaci míry důvěryhodnosti systému.

⁹⁴ Jedná se o tzv. *free float*, který představuje množství akcií rozptýlených mezi veřejnost a je nejčastěji vyjádřený jako % ze základního kapitálu emitující společnosti.

V případě výběru zahraničního kapitálového trhu pro realizaci IPO je nutné posoudit i nevýhody, které jsou s ním spojeny, zejména vyšší realizační náklady na IPO. V tabulce 5-3 jsou uvedeny hlavní požadavky pro přijetí akcií k obchodování na vybraných evropských trzích.

Manažer emise často pomáhá emitující společnosti s výběrem dalších poradců (pokud již někteří z nich nebyli vybráni v přípravné fázi), tj. renomovaného právního poradce, vhodného auditora, daňového poradce a poradce pro vztahy s investory a veřejností. Při prvním společném setkání realizačního týmu (angl. *kick-off meeting*) dochází k přípravě **důkladného prověření společnosti** (angl. *due diligence*), které má následující části:

- **právní prověření**, které zajišťuje právní poradce,
- **ekonomické prověření**, které organizuje manažer emise,
- **finanční a účetní prověření**, které zajišťuje auditor a daňový poradce.

Jednotliví členové realizačního týmu specifikují své požadavky na potřebné informace, dokumenty a výkazy tak, aby je zástupci společnosti mohli co nejdříve shromáždit a předat ke zpracování a vyhodnocení. Včasné prověření společnosti může odhalit některé nedostatky v přípravné fázi IPO, a umožnit tak dodatečnou nápravu stávajícího stavu. Výsledky výše uvedeného prověření budou sloužit jako podklad pro sestavení nabídkové části emisního prospektu, k výčtu významných právních rizik v podnikání společnosti a také k určení hodnoty společnosti jako východiska pro stanovení nabídkové ceny akcií.

Dalším krokem je **interní ocenění** emitující společnosti, jehož výsledkem je stanovení počátečního cenového rozpětí akcií, které představuje základ pro jednání s potenciálními investory o emisním kurzu akcií. K ocenění firmy se používá standardních znaleckých metod. Obvykle se přibližná cena stanovuje jako násobek některého finančního ukazatele. Pro přesnější ocenění je pak možné použít některé z výnosových metod, například metody diskontovaných peněžních toků. Interní ocenění je posledním mezníkem, který může znamenat zamítnutí realizace IPO. Pokud by se totiž odhadnutá cena neshodovala s představami stávajících akcionářů, mohlo by z jejich strany dojít k zablokování dalšího průběhu. Tuto situaci lze předpokládat zejména v případě, kdy jedním z důvodů k uskutečnění IPO je prodej obchodního podílu některého ze stávajících akcionářů, tzn. že jsou v rámci IPO nabízeny převážně akcie sekundární, tj. dříve vydané.

Rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu patří dle obchodního zákoníku⁹⁵ (dále jen ObchZ) do působnosti **valné hromady**⁹⁶, která však, v souladu s § 210 ObchZ, může pověřit rozhodnutím o zvýšení základního kapitálu **představenstvo**. Pověření může valná hromada udělit ad hoc k jednomu navýšení, nebo na určitou dobu – ta však nesmí přesáhnout pět let ode dne konání valné hromady, která se na pověření usnesla. Dále obchodní zákoník uvádí, že celkový rozsah zvýšení základního kapitálu, o němž může rozhodnout představenstvo, činí maximálně jednu třetinu výše základního kapitálu v době pověření (dodrží-li představenstvo tento maximální limit, může v rámci pověření zvýšit základní kapitál i vícekrát). Další omezující podmínky mohou vyplývat ze stanov společnosti. O pověřovacím usnesení valné hromady musí být pořízen notářský zápis, samo pověření se pak nezapisuje do obchodního rejstříku.

Lze proto konstatovat, že z pohledu prvotní veřejné nabídky akcií je využití tohoto institutu velmi praktické, protože představenstvo může přistoupit k její realizaci v ekonomicky nejpříznivější okamžik. Lze předpokládat, že představenstvo bude ve své činnosti nesporně rychlejší a jeho rozhodnutí bude pružněji reagovat na situaci na trhu.

V souvislosti se zvýšením základního kapitálu úpisem akcií je nutné si uvědomit, že jedním z práv, která jsou spojena s vlastnictvím akcie, je i přednostní právo akcionáře upsat část akcií při zvyšování základního kapitálu společnosti. Přiznáním tohoto práva je akcionářům umožněno zachovat si svůj podíl na základním kapitálu společnosti. V případě veřejné nabídky akcií je proto nutné toto právo vyloučit. Obchodní zákoník neumožňuje úplné omezení nebo vyloučení přednostního práva akcionářů, a to ani stanovami společnosti, ustanovení § 204a odst. 5 ObchZ však připouští v konkrétním případě vyloučení nebo omezení přednostního práva akcionářů v důležitém zájmu společnosti rozhodnutím valné hromady. Jestliže má valná hromada rozhodnout o **vyloučení nebo omezení přednostního práva akcionářů**, musí představenstvo předložit valné hromadě písemnou zprávu, ve které uvede důvody vyloučení nebo omezení přednostního práva a odůvodní navržený emisní kurz, způsob jeho určení či pověření představenstva určit emisní kurz akcií.

⁹⁵ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

⁹⁶ § 187 odst. 1 písm. b) zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, ve znění pozdějších předpisů: „Do působnosti valné hromady náleží rozhodování o zvýšení či snížení základního kapitálu nebo o pověření představenstva podle § 210 či o možnosti započtení peněžité pohledávky vůči společnosti proti pohledávce na splacení emisního kurzu.“

Usnesení valné hromady, resp. rozhodnutí představenstva o záměru zvýšit základní kapitál upisováním nových akcií musí být zapsáno do obchodního rejstříku. Zápis je předpokladem a podmínkou pro zahájení úpisu akcií. Návrh na zápis musí být podán do 30 dnů od usnesení valné hromady, resp. od rozhodnutí představenstva o zvýšení základního kapitálu. Tato skutečnost se v praxi často označuje jako tzv. *první zápis do obchodního rejstříku*.

V dalším kroku dochází k vyhodnocení prvních poznatků z *due diligence* a k určení problémových oblastí, které je nutné v rámci realizačního týmu co nejdříve odstranit. Po získání všech potřebných informací začne manažer emise za spolupráce ostatních členů realizačního týmu připravovat *emisní prospekt*. V souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu⁹⁷ je prospekt souborem všech informací, které investoři nezbytně potřebují k přesnému a správnému posouzení cenného papíru, majetku a závazků emitenta, jeho finanční situace, zisku a ztrát a perspektiv budoucího vývoje. Minimální rozsah informací, které musí prospekt obsahovat, je stanoven v nařízení komise Evropského společenství⁹⁸, avšak organizátor regulovaného trhu může pro přijetí na svůj určitý trh požadovat, aby prospekt obsahoval i další údaje.

Prospekt je určen nejširšímu okruhu investorů, čemuž odpovídá požadavek, aby byl prospekt zpracován v českém, případně anglickém jazyce⁹⁹, srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu. Informace v prospektu však nesmí být příliš zjednodušeny, aby nedošlo ke zkreslení skutečnosti. Jakékoli pochybení v této věci může znamenat zamítnutí prospektu Českou národní bankou (dále jen ČNB), vyjádření nesouhlasu ze strany investorů a v konečném důsledku nucené přerušování veřejné nabídky akcií spojené se značnou finanční ztrátou v podobě nákladů vynaložených na její přípravu. Mezi *významné součásti prospektu* patří:

⁹⁷ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

⁹⁸ Nařízení Komise ES č. 809/2004, kterým se provádí směrnice o prospektu cenného papíru (směrnice 2003/71/ES).

⁹⁹ Pokud Česká národní banka schvaluje prospekt pro účely veřejné nabídky nebo přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu v České republice a současně i v jednom nebo více jiných členských státech Evropské unie, musí být prospekt vyhotoven v českém jazyce a dále podle rozhodnutí osoby vyhotovující prospekt buď v jazyce, který přijímá příslušný orgán dohledu tohoto jiného členského státu, nebo v anglickém jazyce. V případech, kdy zákon o podnikání na kapitálovém trhu vyžaduje, aby byl prospekt vyhotoven v českém jazyce, může na žádost osoby, která žádá o schválení prospektu, Česká národní banka po posouzení konkrétních okolností povolit, aby byl prospekt vyhotoven pouze v anglickém jazyce, je-li to v zájmu investorů. Shrnutí prospektu však musí být vždy vyhotoveno v českém jazyce.

- shrnutí prospektu, ve kterém jsou uvedeny základní informace o emitentovi a jeho možných rizicích a údaje týkající se finanční situace emitenta a veřejné nabídky akcií,
- rizikové faktory spojené s podnikatelskou činností emitenta a veřejnou nabídkou akcií,
- účel použití výnosu z veřejné nabídky akcií,
- vybrané finanční údaje o společnosti, včetně posouzení a výhledu provozní a finanční činnosti,
- údaje o podnikání společnosti a odvětví, ve kterém působí,
- údaje o managementu společnosti, hlavních akcionářích a dalších odpovědných osobách,
- údaje o situaci v zemi a na kapitálovém trhu vybraným pro emisi akcií,
- údaje o prvotní veřejné nabídce akcií, včetně možnosti jejího navýšení, stabilizačních opatřeních, omezení převoditelnosti akcií a jejich vypořádání,
- seznam účetních závěrek emitenta.

Po vypracování prospektu je nutné jeho *schválení orgánem dohledu nad kapitálovým trhem*, jehož funkci od dubna roku 2006 vykonává ČNB. Emitentovi je dána možnost předložit ke schválení tzv. *předběžný prospekt* (angl. *Preliminary Prospectus* nebo *Red Herring*), který neobsahuje všechny taxativně určené údaje, například emisní kurz a počet akcií, neboť tyto údaje je možné korektně stanovit až po zjištění zájmu investorů o nabízené akcie, a k tomu je zapotřebí uveřejnění prospektu. Předběžný prospekt však musí obsahovat informace o tom, jakým způsobem budou chybějící údaje určeny a doplněny. V případě nestanovení emisního kurzu a počtu akcií se jedná o uvedení maximální ceny a kritérií, resp. podmínek, za kterých budou konečná cena a počet akcií určeny. Předběžný prospekt je jedním ze základních marketingových nástrojů veřejné emise akcií.

Současně se žádostí o schválení prospektu je třeba ČNB *požádat o přidělení ISIN¹⁰⁰*, tj. jedinečného identifikačního čísla cenných papírů téže emise, neboť tento údaj je jednou z náležitostí prospektu a emisních podmínek.

ČNB při *schvalování prospektu* nezjišťuje přesnost a pravdivost uvedených informací, zda např. údaje vycházející z účetnictví jsou v souladu se skutečností, nýbrž jen prověřuje, zda prospekt obsahuje veškeré informace požadované zákonem a nařízením Komise ES. V případě uvedení nepravdivých informací je možné volat k odpovědnosti emitenta, jeho

¹⁰⁰ International Security Identification Number.

představenstvo, případně i osoby odpovědné za přípravu prospektu. Když se prokáže, že k uvedení nepravdivých informací došlo úmyslně, připadá v úvahu i trestněprávní odpovědnost zúčastněných osob. ČNB v případě prvotní veřejné nabídky akcií rozhodne o žádosti o schválení prospektu do 20-ti dnů ode dne jejího doručení.

Po schválení prospektu je nutné přistoupit k jeho **uveřejnění**, a to zákonem stanovenými způsoby, mezi které patří:

- zveřejnění na internetových stránkách emitenta a obchodníka s cennými papíry (manažera emise),
- zveřejnění na internetových stránkách organizátora regulovaného trhu,
- zveřejnění v podobě brožury, která je bezplatně dostupná v sídle organizátora regulovaného trhu nebo v sídle emitenta a obchodníka s cennými papíry (manažera emise),
- zveřejnění v úplném znění v jednom celostátně distribuovaném deníku.

Způsob uveřejnění prospektu je třeba dobře zvážit, a to jak z hlediska oslovení vhodného typu investorů, tak z hlediska výše nákladů vynaložených na jeho zveřejnění.

Dojde-li před uplynutím doby závaznosti veřejné nabídky nebo před přijetím akcií k obchodování na veřejném trhu k podstatné změně ve skutečnostech uvedených v prospektu nebo nová událost způsobí významnou nepřesnost v těchto údajích, musí být vypracován a po schválení ČNB uveřejněn **dodatek prospektu**. Za podstatnou změnu nebo významnou nepřesnost se považuje každá změna či nepřesnost, která by mohla ovlivnit přesné a správné posouzení veřejné nabídky akcií nebo jeho emitenta investorem. Dodatek musí být uveřejněn ve stejné formě jako původní prospekt.

Paralelně s procesem schvalování prospektu ČNB probíhá **jednání s organizátorem regulovaného trhu**, tj. Burzou cenných papírů Praha, a.s. (dále jen BCPP), příp. RM-Systémem, a.s., který je v České republice organizátorem mimoburzovního trhu s investičními nástroji. Manažer emise a právní poradci připraví **žádost o přijetí akcií k obchodování na oficiálním trhu**, která bude doručena jeho organizátorovi. Pro účely této práce bude dále bráno v úvahu pouze přijetí akcií k obchodování na oficiálním trhu BCPP. Součástí žádosti by měl být harmonogram emise, potvrzení předložení prospektu ke schválení ČNB a žádost o přijetí akcií k podmíněnému obchodování na oficiálním trhu.

Splňuje-li emitent požadavky pro přijetí emise na konkrétní trh BCPP, zjišťuje burzovní výbor pro kotaci (dále jen výbor), zda byl emisní prospekt schválen ČNB a byl-li řádně uveřejněn. Výbor se na rozdíl od ČNB zabývá i důvěryhodností informací, které o sobě emitent poskytl. Jestliže dojde k názoru, že by v případě přijetí emitenta na oficiální trh mohlo dojít k poškození zájmu investorů nebo ohrožení veřejných zájmů z důvodu zkrácených informací, které o sobě emitent zveřejňuje, může výbor žádost o kotaci zamítnout. O žádosti rozhodne výbor po projednání do 60-ti dnů od jejího doručení.

Pokud společnost získá všechna potřebná povolení, začne její management ve spolupráci s manažerem emise a poradcem pro vztahy s investory a veřejností připravovat **prezentaci společnosti potenciálním investorům**. Tato komunikace s investory, která se v praxi označuje jako „*road show*“, probíhá formou osobních setkání, na kterých představitelé emitující společnosti a zástupci manažera emise prezentují podnikatelský záměr emitenta, tzv. **investiční příběh**. Tuto část procesu IPO lze považovat za velmi důležitou pro dosažení požadovaného výnosu, a proto je třeba věnovat její přípravě dostatek času a úsilí. V rámci *road show* absolvuje management společnosti a další členové realizačního týmu několikadenní setkání se všemi významnými investory, především institucionálního charakteru, a to jak na domácím, tak na zahraničním trhu. Hlavním účelem *road show* je, kromě marketingové podpory IPO, také získání zpětné vazby od potenciálních investorů ohledně jejich představy o ceně úpisu akcií.

V průběhu *road show* začíná **upisovací období**, během kterého přijímá manažer emise, případně další členové syndikátu upisovatelů, indikativní nabídky investorů o ceně a množství nabízených akcií. V tomto období také obvykle dochází k podpisu smlouvy o upsání akcií (angl. *underwriting agreement*), v níž se manažer emise a další upisovatelé zavazují upsat předpokládaný počet akcií. Po ukončení upisovacího období následuje závěrečné jednání managementu emitující společnosti, manažera emise a právního poradce, jehož účelem je vyhodnocení nabídek a **určení emisního kurzu**, celkového objemu emise a struktury budoucích investorů. Tyto nové informace jsou neprodleně oznámeny ČNB a následně zapracovány do konečné podoby prospektu.

Mezi nejčastěji používané metody pro určení emisního kurzu akcií patří:

- **aukce,**
- **prodej za fixní cenu,**

- **bookbuilding.**

V případě **aukce** je emisní kurz akcií určen na základě poptávky jednotlivých investorů. Mezi základní typy aukce patří **americká a holandská aukce**. V případě **americké aukce** předloží investoři manažerovi emise své požadavky na počet jimi poptávaných kusů akcií a maximální ceny, za které jsou ochotni předmětné akcie nakoupit. Poté jsou nabídky seřazeny dle nabízené ceny. V bodě, ve kterém je dosaženo celkového počtu nabízených kusů akcií, jsou všechny ostatní nabídky s nižší cenou odmítnuty. Výslednou cenou je pak ta cena, která byla nabídnuta v poslední přijaté, třeba pouze částečně uspokojené nabídce. **Holandská aukce** probíhá stejným způsobem jako aukce americká, investoři však musí zaplatit cenu, za kterou podíl na emisi poptávali. To má za následek použití odlišné strategie investorů než v případě americké aukce. Ve Francii se používá mj. aukce (ve franc. *Offre a Prix Minimal*), při které jsou nejvyšší nabídky vyloučeny (cena, při které již nebude poptávka uspokojena, je určena dohodou mezi emitentem a manažerem emise) a poté se pracuje s novou poptávkovou křivkou. Tím se zamezí tomu, aby některé silně nadhodnocené poptávky příliš neovlivnily cenu směrem nahoru. V dalších zemích existují i jiné formy aukce. V minulosti se aukce prvotních veřejných nabídek akcií často používaly například v Itálii, Portugalsku, Švýcarsku, Velké Británii, Japonsku a ve Francii. Po rozšíření metody *bookbuildingu* se aukce nepoužívají tak často jako dříve, výjimku tvoří jen Izrael a Taiwan, kde jde o stále nepoužívanější způsob uvedení akcií na primární trh.

Při použití metody **prodeje za fixní cenu** je emitentem, resp. manažerem emise, předem stanoveno, za jakou cenu bude akcie při IPO nabízet. Uvedenou metodu nelze v případě IPO považovat za příliš dokonalou, protože v praxi je velmi obtížné správně odhadnout cenu akcií v situaci, kdy ještě nejsou zavedeny na sekundárním trhu. Pokud totiž nedojde ke správnému nastavení emisní ceny, mohou nastat dvě negativní situace. Jestliže cena bude nastavena příliš vysoko, zájem o koupi nesplní očekávání emitenta, v důsledku čehož nemusí dojít k upsání emise se všemi následnými negativními dopady. Naopak, bude-li cena nastavena příliš nízko, dojde k převaze poptávky oproti nabízenému počtu akcií. V tomto případě emitent, resp. manažer emise, zaznamená ztrátu v tom, že své emitované akcie prodá za nižší cenu, než bylo nutné. Na druhou stranu použití této metody přináší menší náklady na alokaci akcií investorům (není nutné vynakládat vysoké fixní náklady na *road show*). V současné době je prodej za fixní cenu používán například ve Finsku, Maďarsku, Portugalsku a Číně.

Bookbuilding je proces prodeje akcií, při kterém manažer emise shromažďuje nákupní příkazy investorů a na jejich základě určí emisní kurz a objem emise. Metoda *bookbuildingu* se začala rozvíjet v 90. letech minulého století a v současné době **představuje celosvětově nejpoužívanější metodu pro určení emisního kurzu akcií** a jejich alokaci mezi investory.

Bookbuilding je možné rozdělit do čtyř fází. V první fázi manažer emise určí, se kterými investory zahájí jednání ohledně stanovení emisního kurzu. K němu jsou zpravidla pozváni institucionální investoři, kteří mají zkušenosti s vkládáním peněžních prostředků do cenných papírů podobných společností, jako je emitent, a jsou schopni stanovit reálnou hodnotu nabízených akcií. Drobní investoři jsou z tohoto procesu zpravidla vyloučeni, je jim však rezervován určitý podíl nabízených akcií. Ve druhé fázi *bookbuildingu* jsou investoři vyzváni, aby sdělili své požadavky na počet jimi poptávaných kusů akcií a maximální ceny, za které jsou ochotni akcie nakoupit. Po skončení tohoto období, které trvá přibližně dva týdny, dojde k vytvoření knihy objednávek¹⁰¹ a manažer emise získá velmi dobrou představu o poptávkové křivce oslovených investorů. Ve třetí fázi *bookbuildingu* dochází ke stanovení emisního kurzu akcií a jejich alokaci mezi investory. Zde je třeba si uvědomit, že manažer emise má poměrně široké pravomoci ohledně určení emisního kurzu a nemusí ho stanovit pouze na základě střetnutí nabídky a poptávky, tak jako je tomu v případě aukce. Netransparentnost v podobě určení emisního kurzu představuje hlavní problém této metody, neboť mechanismus určení emisního kurzu je *know-how* manažera emise a tyto informace nejsou veřejně publikovány. Pokud se jedná o alokaci akcií, opět zde velmi záleží na rozhodnutí manažera emise, jakým způsobem budou akcie mezi investory rozděleny. Kritériem výběru může být například účast investora při *road show*, transparentnost jeho poptávek a cenová „agresivita“, jeho vliv v sektoru podnikání emitenta, spolupráce s manažerem emise, jeho podíl na určení konečného emisního kurzu atd. Ve čtvrté a zároveň poslední fázi jsou investoři vyzváni, aby potvrdili svůj zájem o úpis akcií, neboť až dosud jsou jejich objednávky právně nezávazné. Poté dochází k vydání konečného prospektu a během několika dní jsou akcie přijaty k obchodování na sekundárním trhu a vydány investorům.

Princip *bookbuildingu* je možné ilustrovat na následujícím zjednodušeném příkladě. Uvažujme o společnosti, která chce získat 6 mil. EUR úpisem primárních akcií. V tabulce 5-4 je uvedena možná struktura objednávek investorů a alokace akcií v případě stanovení

¹⁰¹ Z tohoto důvodu se tato metoda úpisu akcií označuje jako „bookbuilding“.

emisního kurzu ve výši 100 EUR za akcii. V další tabulce je pak uveden kumulativní součet objednávek investorů.

Datum objednávky	Investor	Objem objednávky	Limitní cena (EUR)	Alokace při emisním kurzu 100 EUR za akcii	Měnový ekvivalent
15.10.2007	Klient X	1 000 000 €	98	0	0 €
16.10.2007	Klient X	1 000 000 €	105	5 000	500 000 €
15.10.2007	Klient Y	1 000 000 €	95	0	0 €
15.10.2007	Klient Y	2 000 000 €	110	10 000	1 000 000 €
16.10.2007	Klient Z	1 000 000 €	95	0	0 €
18.10.2007	Společnost K	1 500 000 €	92	0	0 €
18.10.2007	Společnost K	4 000 000 €	100	20 000	2 000 000 €
18.10.2007	Společnost L	3 000 000 €	102	15 000	1 500 000 €
21.10.2007	Společnost M	2 000 000 €	100	10 000	1 000 000 €
21.10.2007	Společnost N	3 500 000 €	90	0	0 €
Celkem		20 000 000 €		60 000	6 000 000 €

Tabulka 5-4: Příklad metody bookbuildingu – struktura objednávek investorů [Zdroj: Patria Finance]

Cena	Objem	Kumulativní součet
90	3 500 000 €	20 000 000 €
92	1 500 000 €	16 500 000 €
95	2 000 000 €	15 000 000 €
98	1 000 000 €	13 000 000 €
100	6 000 000 €	12 000 000 €
102	3 000 000 €	6 000 000 €
105	1 000 000 €	3 000 000 €
110	2 000 000 €	2 000 000 €

Tabulka 5-5: Příklad metody bookbuildingu – kumulativní součet objednávek [Zdroj: Patria Finance]

V případě výše uvedeného příkladu *bookbuildingu* lze konstatovat, že:

- největší objem objednávek je soustředěn na úrovni 100 EUR za akcii,
- celá emise může být upsána za 102 EUR za akcii,
- cena však byla stanovena na úrovni 100 EUR za akcii, kdy je emise tzv. dvakrát „přeupsána“.

Diskuse s investičními bankéři naznačují, že o úspěšné IPO lze hovořit právě v případě, že zájem investorů o nabízené akcie alespoň dvakrát převyšuje jejich množství.

Po skončení upisovacího období zpravidla dochází k samotnému *úpisu akcií* manažerem emise, případně dalšími členy syndikátu upisovatelů. Potvrzené objednávky a míra jejich uspokojení jsou oznámeny investorům, kteří připraví platební instrukce k finančnímu

vypořádání v předem určený den po uzavření knihy objednávek. V rámci tohoto prvního vypořádání upisovatelé zaplatí emisní cenu na vázaný bankovní účet.

Představenstvo emitující společnosti je povinno podat *návrh na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku* po upsání akcií odpovídajících rozsahu jeho zvýšení a po splacení alespoň 30 % jejich jmenovité hodnoty, včetně případného emisního ážia.¹⁰² Pro účely veřejné nabídky akcií je však nejvhodnější, aby valná hromada, resp. představenstvo, rozhodující o zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií na základě veřejné nabídky rozhodla o povinnosti upisovatelů zcela splatit emisní kurz akcií. Zápis zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku, tzv. *druhý zápis*, je od novely obchodního zákoníku z roku 2001 povinen rejstříkový soud uskutečnit do tří pracovních dnů od doručení žádosti. Před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku může emitent, za podmínek stanovených v obchodním zákoníku, vydat tzv. poukázky na akcie.

Burzovní pravidla umožňují, aby emitující společnost, před přijetím akcií k oficiálnímu obchodování, požádala burzu o *přijetí akcií k podmíněnému obchodování*. Investoři tak mají možnost začít obchodovat s akciemi ihned po skončení *bookbuildingu* a nemusí čekat až na samotné vydání akcií. Ve středoevropském regionu nabízí v současné době tuto možnost pouze pražská burza.

Pokud bylo zvýšení základního kapitálu zapsáno do obchodního rejstříku, dá představenstvo společnosti, popř. prostřednictvím manažera emise či svého právního poradce, v případě zaknihovaných akcií příkaz Středisku cenných papírů k *vydání akcií a jejich připsání na účty upisovatelů* (příp. majitelů poukázek na akcie, pokud byly vydány), a to přímo nebo prostřednictvím společnosti Univyc, a.s., dceřiné společnosti BCPP. V této souvislosti je nutno podotknout, že zaknihovaná podoba akcií je v případě jejich přijetí k obchodování na veřejném trhu praktičtější než podoba listinná. BCPP sice umožňuje obchodování s listinnými cennými papíry (pouze však vydanými ve formě na majitele), avšak obecnou podmínkou přijetí listinných cenných papírů k obchodování na veřejném trhu je jejich vytištění v tiskárně s příslušným státním povolením a splnění technických požadavků vyhlášky Ministerstva financí, což je velmi nákladné.

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

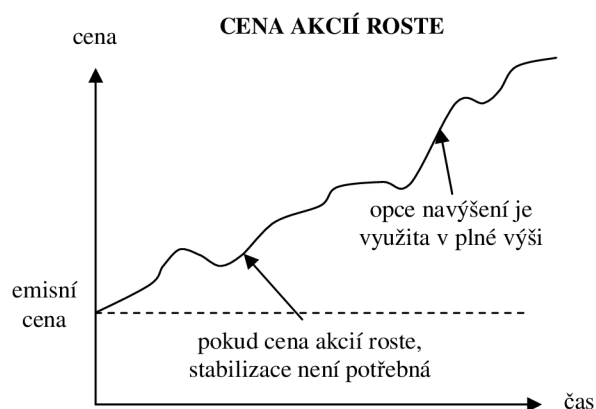
Poté již dochází na základě žádosti k přijetí akcií k obchodování na BCPP. Při tzv. druhém vypořádání vydává emitent upisovatelům nové emise příslušný objem akcií a oproti tomu získává možnost disponovat částkou odpovídající emisní ceně snížené o odměnu manažera emise a o další související náklady. Dokončení celého procesu IPO opatří emitující společnost potřebné peněžní prostředky a veřejnosti nové investiční možnosti. V příloze č. 4 je uveden přibližný časový harmonogram realizační fáze IPO.

5.3.3 POST-REALIZAČNÍ FÁZE

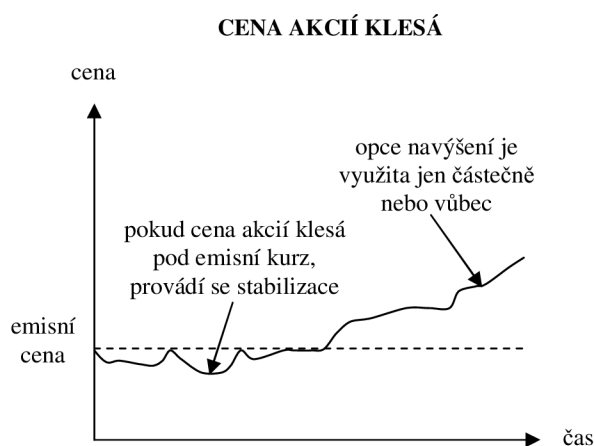
Jednou z posledních úloh manažera emise je *stabilizace kurzu akcií* po jejich uvedení na sekundární trh prostřednictvím tzv. *opce navýšení* (angl. *Green Shoe option*¹⁰³, příp. *overallotment option*). Jedná se o právo na úpis dalších akcií po uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií, zpravidla ve výši 10 – 15 % z celkového počtu nabízených akcií. Opce je většinou platná po dobu 30-ti dnů ode dne oznámení nabídkové ceny. Cílem stabilizace je zajistit, aby cena akcií významně neklesala pod emisní kurz, a garantovat likviditu a stabilitu emise v počáteční fázi jejího obchodování.

Stabilizační mechanismus spočívá v tom, že manažer emise alokuje větší množství akcií a tím je v tzv. krátké pozici (angl. *short position*), která je krytá opcí a smlouvou o vypůjčení uzavřenou s některým ze stávajících akcionářů. Po uvedení akcií na trh pak využití opce závisí na vývoji poptávky po nové emisi. V případě, že cena akcií roste, manažer emise neredukuje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na sekundárním trhu a v případě silné poptávky bude opce navýšení plně využita (objem emise se zvýší o množství akcií určených v opci navýšení). Pokud však cena akcií klesá, manažer emise pokryje krátkou pozici zpětným nákupem akcií na sekundárním trhu s cílem podpořit cenu emise a v případě slabé poptávky bude opce navýšení využita pouze částečně nebo nebude využita vůbec. Stabilizační mechanismus je možné graficky znázornit pomocí následujících dvou obrázků.

¹⁰³ Označení „*Green Shoe option*“ vzniklo v roce 1963 na základě prvního použití opce navýšení při IPO firmy Green Shoe Manufacturing Company.



Obrázek 5-5: Stabilizační mechanismus v případě růstu ceny akcií nad emisní kurz [Zdroj: Patria Finance]



Obrázek 5-6: Stabilizační mechanismus v případě poklesu ceny akcií pod emisní kurz

[Zdroj: Patria Finance]

Mezi další stabilizační opatření patří tzv. *ujednání o dočasném zákazu prodeje akcií* (angl. *lock-up agreement*), které spočívá v tom, že emitující společnost a její akcionáři se manažerovi emise smluvně zaváží, že v určitém období po realizaci IPO (zpravidla po dobu 180 dnů ode dne uskutečnění nabídky) neprodají, případně nevydají další akcie emitenta. Cílem tohoto opatření je podpořit zájem o akcie a růst jejich kurzu po IPO.

Po úspěšné stabilizaci ceny akcií vztah mezi manažerem emise a emitentem právně končí. Přesto však bývá běžné, že emitent i nadále využívá služeb manažera emise, například v oblasti finanční analýzy či přípravě na další veřejnou nabídku akcií, tzv. SEO.

Emitující společnost by mohla nabýt dojmu, že poté co absolvuje úspěšně proces vydání akcií a jejich přijetí k obchodování na některém z regulovaných trhů, končí náročné období předkládání dokumentů, žádostí a příloh. Tato představa však není konzistentní s realitou. Po uvedení akcií na trh totiž musí emitent věnovat náležitou pozornost dvěma normám, které mu ukládají povinnost předkládat o sobě další podrobné informace. První normou je ***zákon o podnikání na kapitálovém trhu***¹⁰⁴, druhou normu představují ***Burzovní pravidla***, která stanovují kromě podmínek pro přijetí na daný trh rovněž následné povinnosti, které pro emitenta z titulu přijetí cenného papíru na tento trh vyplývají.

Smyslem ***informační povinnosti*** je zabezpečení ochrany a transparentnosti kapitálového trhu, a tím tedy i posilování důvěry v něj. Ta je nezbytná především u investorů, neboť si lze jen těžko představit, že budou ochotni investovat své prostředky na trzích, které jsou pro ně netransparentní a plně náhodně odhalitelných skutečností o jednotlivých emitentech. Na druhé straně se mi tato investorská důvěra jeví jako nezbytná i pro samotné emitenty, protože ti pro svá rozhodnutí, týkající se možných způsobů financování jejich dalšího rozvoje potřebují mít jistotu, že zvolená alternativa, v daném případě kapitálový trh, jim potřebné prostředky skutečně poskytne. Je proto nezbytné, aby na kapitálovém trhu existoval dostatek soukromých i institucionálních investorů, kteří budou mít o nové emise akcií zájem.

Lze tedy konstatovat, že informační povinnost může být pro emitující společnosti také přínosem, neboť přispívá k efektivnímu fungování kapitálového trhu, a v případě realizace dalšího veřejného úpisu cenných papírů mohou emitující společnosti opět prostřednictvím kapitálového trhu získat potřebné zdroje pro svůj další rozvoj. Empirický výzkum, například Leuz (2006), navíc dochází k závěru, že vzrůstající transparentnost firem (z důvodu povinného zveřejňování informací) je v konečném důsledku spojena s nižšími náklady na získání kapitálu.

Emitentovi kótovaných cenných papírů vyplývá ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu a z Burzovních pravidel dvojí informační povinnost. Jednak je to ***povinnost periodická***, týkající se pravidelného zveřejňování informací o hospodářské situaci emitenta, a dále povinnost ***průběžná***. Ta se týká především zveřejňování skutečností, které nastanou v průběhu roku, nemají periodický charakter a mohou mít vliv na tvorbu kurzu cenného papíru.

¹⁰⁴ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Samotný objem informací, které musí emitent předkládat, se může značně lišit podle burzovního trhu, na kterém se s cennými papíry obchoduje. Tato skutečnost nevyplývá ze zákona o podnikání na kapitálovém trhu, neboť ten sám o sobě nevymezuje rozdílnou informační povinnost pro jednotlivé burzovní trhy. Dle § 39 zákona o kapitálovém trhu však organizátor regulovaného trhu může stanovit jak další podmínky pro přijetí cenného papíru k obchodování, tak objem dodatečných informací, které musí emitent zveřejňovat.

Společnost, která emitovala cenné papíry, jenž jsou předmětem obchodování na některém z regulovaných trhů je povinna zveřejňovat tzv. **výroční zprávu**. Ta je rámcově upravena zákonem o účetnictví¹⁰⁵. Oproti dikci tohoto zákona je však emitent povinen ji uveřejnit do 4 měsíců po skončení účetního období. Požadavek na tak brzké zveřejnění, podle mého názoru, odráží snahu zákonodárce zpřístupnit kapitálovému trhu důležité informace opravdu co nejdříve, dokonce s předstihem oproti lhůtám v účetních a daňových předpisech. Na druhou stranu, s ohledem právě na tyto předpisy není možné požadovat, aby emitent zveřejnil výroční zprávu do 4 měsíců se všemi náležitostmi. Je například pravděpodobné, že účetní závěrka do této doby ještě nebude ověřena auditorem. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu proto umožňuje dodatečné předložení takových dokumentů. Aby byly splněny požadavky zákona, musí výroční zpráva obsahovat zejména:

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

Kromě těchto základních údajů je třeba uvádět i očekávaný vývoj hospodářské a finanční situace společnosti pro příští rok, veškeré odměny orgánům společnosti, včetně odměn vedoucích pracovníků a počtu akcií, které tyto osoby vlastní. Přesné informace o obsahu výroční zprávy jsou uvedeny v § 21 zákona o účetnictví a § 118 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Tímto způsobem koncipovanou výroční zprávu je třeba kromě uveřejnění doručit ve stejné lhůtě i ČNB.

Vedle výroční zprávy musí emitent do 2 měsíců po uplynutí prvních 6-ti měsíců účetního období zveřejňovat tzv. **pololetní zprávu**. Ta je tvořena pololetní rozvahou a výkazem zisku a ztráty, k nimž se přikládá ještě popisná část, posuzující podnikatelskou činnost emitenta a

¹⁰⁵ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

dosažené hospodářské výsledky. Z toho vyplývá, že popisná část se musí týkat především těchto okruhů:

- stav a vývojové tendence podnikatelské činnosti a hospodářských výsledků emitenta v pololetí, na které se pololetní zpráva vztahuje,
- popis důležitých faktorů, které ovlivnily podnikatelskou činnost a hospodářské výsledky,
- náležité srovnání s prvním pololetím předchozího roku,
- popis pravděpodobného budoucího vývoje podnikatelské činnosti a hospodářských výsledků ve druhém pololetí.

V rámci *průběžné informační povinnosti* uveřejňuje emitent informace, jejichž výskyt není periodický, mohou nastat kdykoli v průběhu roku a jejichž povaha přesto má nebo alespoň může mít značný vliv jak na tvorbu ceny daného instrumentu, tak na zabezpečování důvěryhodnosti kapitálového trhu.

Jde tedy především o informace o změnách v právech vyplývajících z cenného papíru, předkládání návrhů na změnu stanov nebo návrhů na změnu výše základního kapitálu organizátorovi regulovaného trhu, dále pak o informace o svolání valné hromady, rozhodnutí o vyplácení dividend, vydání nových akcií, výkonu přednostního práva atd.

Dle mého názoru patří k nejdůležitějším *informacím údaje o změnách hospodářské a finanční situace emitenta*, které mohou značně ovlivnit vývoj kurzu, zejména tedy změny obchodních, výrobních či odbytových podmínek.

Informační povinnosti stanovené zákonem o podnikání na kapitálovém trhu jsou jen zlomkem toho, co požaduje BCPP v případě cenných papírů, se kterými se obchoduje na jejím hlavním nebo vedlejším trhu. Informační povinnost u titulů, se kterými se obchoduje na volném trhu je, co do obsahu daleko střídmější a lze říci, že v podstatě vychází z požadavků zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Mezi nejdůležitější informace, které jsou v případě obchodování cenného papíru na hlavním trhu BCPP požadovány, patří čtvrtletní ukazatele hospodaření společnosti, informace o změnách ve finanční situaci společnosti, personální změny v představenstvu, dozorčí radě i ve vrcholném managementu, změny v majetkových účastech emitenta, změny ve struktuře akcionářů emitenta, doklad o uveřejnění rozhodnutí emitenta o zrušení kotace na regulovaných trzích a další skutečnosti, které mohou přímo nebo nepřímo způsobit změnu

kurzu cenného papíru. Výčet všech požadovaných informací je uveden v aktuálním znění Burzovních pravidel a s ohledem na rozsah této práce se jimi nebudu detailně zabývat, neboť jejich pouhý výčet by představoval neúnosně vysoký objem textu.

Předmětem diskuse se může stát, zda právě množství informací, které je nutno v případě veřejné obchodovatelnosti akcií zveřejňovat, není jedním z důvodů nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu. Dle mého názoru tomu tak může být, a proto se touto otázkou zabývám v rámci primárního výzkumu, jehož výsledky jsou uvedeny v následující kapitole. Nicméně je třeba si uvědomit, že pro získání důvěry investorů je nezbytné, aby emitující společnosti své působení opravdu důkladně zdokumentovaly a výsledky předložily.

5.4 VÝZKUM PŘÍČIN NÍZKÉHO POČTU PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ V ČESKÉ REPUBLICE

Cílem této kapitoly je analýza hlavních příčin nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím veřejné emise akcií. Tyto příčiny budou analyzovány komplexně, a to od počátku fungování novodobého kapitálového trhu v ČR až po dnešní dobu, která se zdá být z důvodu tří prvotních veřejných nabídek akcií uskutečněných během posledních dvou let o něco příznivější než na konci minulého století. K dosažení tohoto cíle byl proveden sekundární výzkum literárních zdrojů zabývajících se uvedenou problematikou a primární výzkum v českých podnicích.

V odborné literatuře, např. (2), (48), (50), jsou uváděny různé příčiny nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím veřejné emise akcií. Jednotliví autoři se však neshodují v tom, která z příčin je nejdůležitější. To vede k poznání, že hlavní příčinu současného stavu nelze nalézt, neboť se nejedná o jeden problém, ale o problémů několik, které na sebe vzájemně působí a které mohly být v minulosti jednotlivými podniky uvažujícími o IPO různě vnímány. Všechny významné důvody nízkého počtu IPO na českém kapitálovém trhu je však možné rozdělit do čtyř skupin, a to na:

- ekonomické příčiny,
- překážky legislativního charakteru,
- překážky na straně emitentů,
- ostatní příčiny.

5.4.1 EKONOMICKÉ PŘÍČINY

Mezi ekonomické faktory, které měly v minulosti negativní vliv na rozhodování o realizaci prvotních veřejných nabídek akcií na české kapitálovém trhu, patří zejména:

- kupónová privatizace a její vliv na kapitálový trh,
- absence regulace kapitálového trhu a nízká ochrana investorů,
- vliv bankovního sektoru,
- vlastnická struktura podniků a přímé zahraniční investice,
- celkový stav českého hospodářství.

5.4.1.1 Kupónová privatizace

Definice IPO jako první veřejné nabídky akcií podniku, s jehož akciemi se dosud na veřejném kapitálovém trhu neobchodovalo, znamená, že při zohlednění fúzí podniků, titulů vyřazených z obchodování a akcií, se kterými se již před jejich kotací obchodovalo na jiném trhu, by počet obchodovaných titulů na veřejných trzích měl odpovídat počtu uskutečněných prvotních veřejných nabídek akcií. Na českém kapitálovém trhu se však neobchoduje pouze s akciemi těch firem, které IPO skutečně realizovaly, ale s akciemi desítky dalších firem. Vysvětlení tohoto zjevného nesouladu mezi počtem prvotních veřejných nabídek akcií a množstvím obchodovaných titulů na veřejných trzích cenných papírů, které představuje Burza cenných papírů Praha, a.s. a RM-Systém, a.s., spočívá v tom, že **český kapitálový trh nevznikl standardním způsobem** z potřeb podniků, investorů a dalších jeho účastníků, ale jako důsledek zvolené metody privatizace státního majetku – kupónové privatizace.

Burza cenných papírů Praha vznikla jako akciová společnost 24. listopadu roku 1992 a k zahájení obchodování došlo 6. dubna roku 1993. O necelé tři měsíce později bylo na trh uvedeno nejprve 622 akciových společností z tzv. první vlny kupónové privatizace, o tři týdny později pak ještě dalších 333 společností. V březnu roku 1995 pak bylo uvedeno na burzu dalších 674 akciových společností, tentokrát z tzv. druhé vlny kupónové privatizace. S tímto hromadným uvedením stovek podniků na kapitálový trh ostře kontrastuje situace v Polsku a Maďarsku, které zvolily jinou cestu privatizace. Polská vláda se vydala cestou několika metod privatizace bez zvláštního důrazu na žádnou z nich. Metody zvolené pro privatizaci v Polsku zahrnovaly prodej strategickému investorovi, privatizační IPO¹⁰⁶ a program masové privatizace, který vzdáleně připomínal českou kupónovou privatizaci. Maďarsko se soustředilo především na přímý prodej zahraničním investorům.

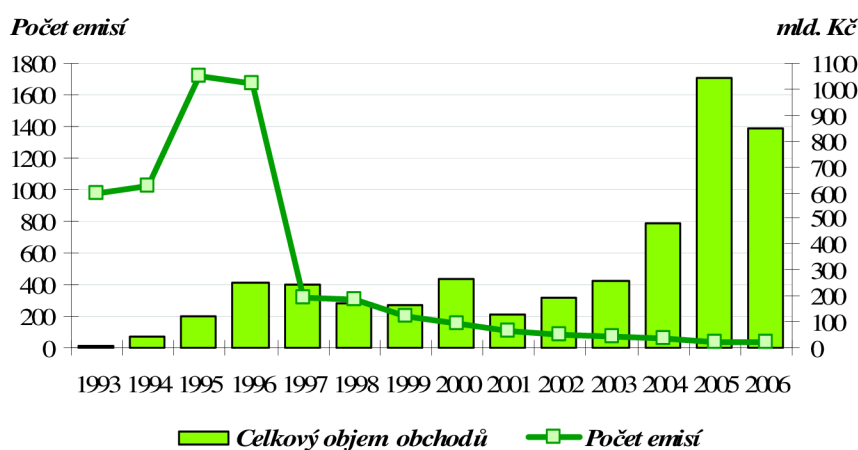
Porovnáme-li kupónovou privatizaci s klasickou IPO, rozdíl nám pomohou poznat i jedny z mnoha důvodů pozdější nemožnosti realizace prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu. V první řadě je třeba si uvědomit, že podniky při privatizaci nezískávaly nový kapitál, a lze tak hovořit pouze o veřejné nabídce sekundárních akcií, která byla spojena výhradně se změnou vlastnické struktury společnosti. **České podniky proto nezačaly vnímat kapitálový trh jako zdroj kapitálu, ale pouze jako prostředek vlastnických změn.** Na rozdíl

¹⁰⁶ Prostřednictvím obchodníků s cennými papíry se státní podniky prodávaly investorům přímo na varšavské burze.

od klasické IPO podniky nevnímaly nové vlastníky jako poskytovatele kapitálu, nevytvořily program pro komunikaci s investory a nepovažovaly dividendovou politiku za součást finančního řízení podniku.

Kupónová privatizace vyvolala na českém kapitálovém trhu takové prostředí, kdy občané mohli získat akcie za zlomek jejich tržní hodnoty. Stali se tak sice akcionáři, nikoli však investory. Většinu obyvatelstva totiž chyběly základní znalosti o kapitálových trzích, investičních nástrojích, hodnotících metodách atd. Jejich pozice minoritních akcionářů byla navíc z pohledu tehdejšího korporáčního práva velmi slabá.

Kromě toho, že kupónová privatizace vytvořila během několika týdnů asi deset milionů akcionářů, přivedla na kapitálový trh ve stejné době rovněž více než 1600 akciových titulů. Lze předpokládat, že většina firem, které se ocitly po kupónové privatizaci na kapitálovém trhu, by klasickou IPO v dané době neuskutečnily. Vstup na kapitálový trh je jedním z podstatných momentů v postupném rozvoji firmy. U společností realizujících nabídku sekundárních akcií se očekává, že obstály v konkurenčním boji a dosáhly určité velikosti. **Pro většinu firem zahrnutých do kupónové privatizace nenastala veřejná nabídka akcií ve správný okamžik, neboť tyto předpoklady nenaplnily.** Akciové společnosti navíc začaly ve velké míře stahovat své akcie z trhu, aby se vyhnuly přísné regulaci a informační povinnosti. Tato skutečnost byla jistě pozitivní z hlediska regulace kapitálového trhu, avšak z pohledu vnímání veřejnosti, tj. potenciálních investorů, se jednalo o negativní signál hovořící o oslabení významu českého kapitálového trhu jako alternativy pro uložení úspor.



Graf 5-1: Počet emisí akcií a celkový objem jejich obchodů v letech 1993 – 2006 na pražské burze

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě zdroje (122)]

5.4.1.2 Absence regulace kapitálového trhu a nízká ochrana investorů

Pro český kapitálový trh byla v devadesátých letech také typická jeho *netransparentnost, nepřehlednost a absence jakékoli regulace trhu*. Vzhledem k nedostatečné regulaci a chybějící potřebné legislativě pak v průběhu devadesátých let minulého století docházelo k obrovským celospolečenským ztrátám, které byly způsobeny zpronevěrou majetku privatizovaných akciových společností i privatizačních fondů, a to jak členy managementu těchto společností, tak i jinými osobami, které tyto společnosti ovládaly. Jednoznačně zde chyběl právní rámec orientovaný na ochranu zájmu investorů, a to zejména s vysokými informačními nároky jak na společnosti, s jejichž akciemi se obchodovalo na českém kapitálovém trhu, tak na společnosti zabývající se zprostředkováním jeho finančních služeb.

Důvěra potenciálních investorů v český kapitálový trh byla v důsledku výše popsaných negativních jevů značně narušena. *Nezájem investorů, který pramenil ze strachu z nedostatečné ochrany případné investice do IPO*, byl proto jedním z častých důvodů, proč se na pražské burze během prvních deseti let jejího fungování neuskutečnila ani jedna prvotní veřejná nabídka akcií.

K neradostné situaci na akciovém trhu rovněž přispívala *diferencovaná míra zdanění zisků z kapitálových investic a úroků z bankovních vkladů*. Daň z příjmů z kapitálového majetku činila v tomto období 25 % a daň z úrokových příjmů jen 15 %. Přidáme-li k tomu poměrně nezajímavou dividendovou politiku českých podniků a vysokou výnosnost obligací, není překvapující, že investoři nepovažovali české akcie za vhodný investiční nástroj.

5.4.1.3 Vliv bankovního sektoru

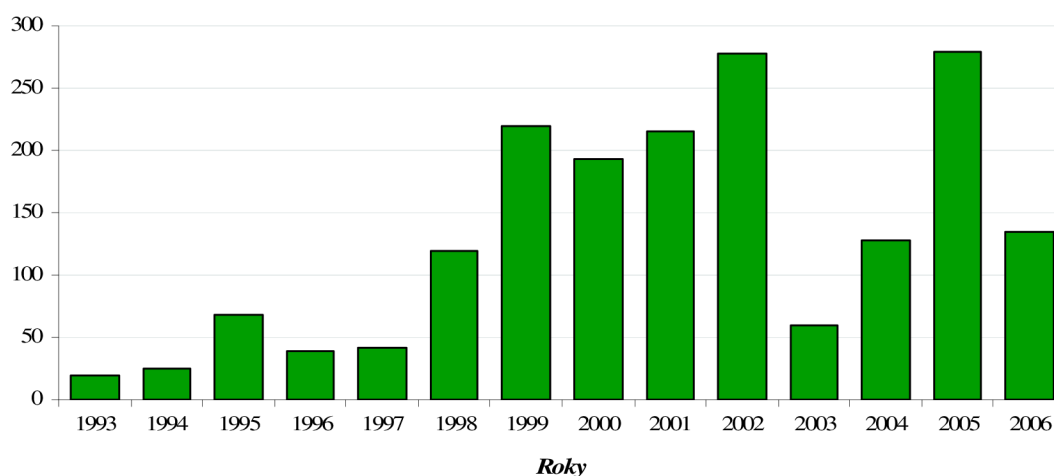
Česká republika, stejně jako další země kontinentální Evropy, patří k zemím, kde bankovní úvěry představují pro většinu podniků hlavní zdroj financování jejich dalšího rozvoje. V období ekonomické transformace vlastnil velké banky stát a celá řada firem měla relativně snadný přístup k úvěrům, a nebyly proto motivovány k využívání alternativních způsobů získávání kapitálu. Také z tohoto důvodu byla v prvních letech ekonomické transformace Česká republika z hlediska uplatnění rizikového kapitálu téměř nezajímavá, neboť projekty vhodné pro jeho využití (tzn. smysluplné, avšak ze standardního hlediska rizikové) měly šanci získat bankovní úvěr. Zde je třeba si uvědomit, že nízký počet prvotních veřejných nabídek

akcií signalizuje špatný výstup z investice rizikového kapitálu, přičemž málo rizikového kapitálu má za následek nízký počet IPO.

5.4.1.4 Vlastnická struktura podniků a přímé zahraniční investice

Vlastnická struktura podniků na území ČR má nepochybně také vliv na volbu způsobu jejich financování. Zejména mohutný **přliv přímých zahraničních investic**¹⁰⁷ způsobil, že potřebné zdroje financování tuzemských podniků nebyly získávány prostřednictvím českého kapitálového trhu, ale pocházely ze zahraničí. Důsledkem tak velkého přílivu přímých zahraničních investic byla změna vlastnické struktury původně českých podniků, které se postupem času staly součástí větších zahraničních celků a nedostatečné zdroje financování často řešily formou půjčky od mateřské společnosti.

mln. Kč



Graf 5-2: Přiliv přímých zahraničních investic do České republiky v letech 1993 – 2006

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě zdroje (53)]

Mnohé z podniků, které jsou při různých příležitostech označovány jako potenciální kandidáti na IPO, nemají potřebu získat další zdroje ve formě vlastního kapitálu. Jedná se především o společnosti, které jsou ve vlastnictví zahraničních subjektů. Tyto společnosti obvykle řeší potřebu většího množství finančních prostředků emisí obligací a vlastní kapitál navyšují

¹⁰⁷ Přímou zahraniční investicí je dle zdroje (99) možné charakterizovat jako kapitálový výdaj, při kterém investor dosahuje takový podíl na základním kapitálu zahraničního podniku, který mu umožňuje ovlivňovat řízení firmy a podílet se na její kontrole.

pouze z peněžních zdrojů hlavního akcionáře. Jedná se přitom o velmi prosperující firmy, které splňují všechny základní předpoklady pro realizaci IPO.

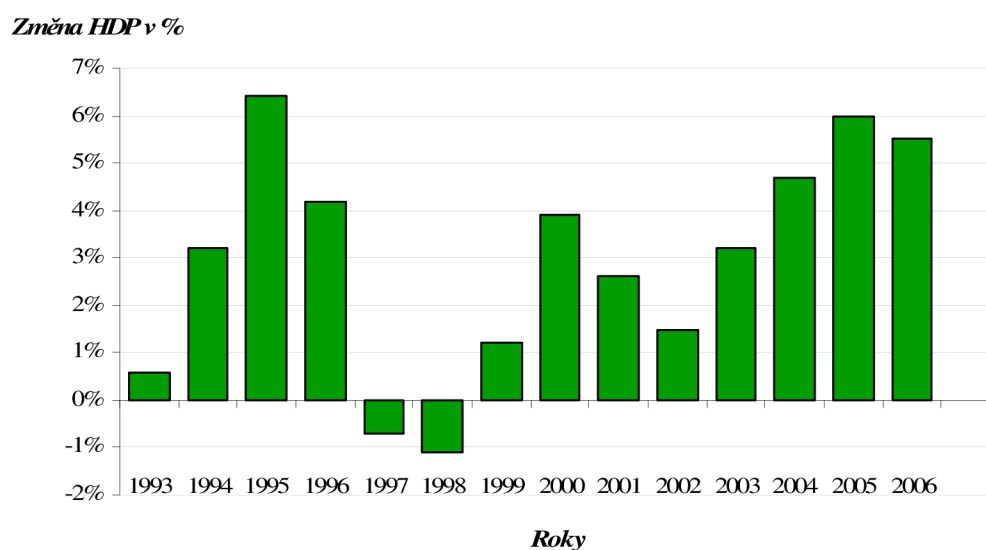
5.4.1.5 Celkový stav českého hospodářství

Jak je uvedeno v kapitole 4.4.4, zájem podniků o veřejnou emisi akcií je značně cyklický a je do značné míry ovlivněn celkovým stavem hospodářství a vývojem v ekonomickém sektoru emitenta. Pokud porovnáme vývoj českého hospodářství s úrovní rozvoje kapitálového trhu v uplynulých letech, zjistíme, že vzájemné načasování mnoha podstatných faktorů pro úspěšný rozvoj trhu s prvotními veřejnými nabídkami akcií bylo značně nepříznivé¹⁰⁸.

V počátečním období transformace (v letech 1994 – 1996), kdy se česká ekonomika nacházela v konjunktuře, a tedy v potenciálně atraktivním období jak pro emitenty, tak pro investory, byl bohužel stav na českém kapitálovém trhu z pohledu IPO značně nepříznivý, a to vzhledem ke zcela nedostatečné regulaci kapitálového trhu a k nízkým informačním povinnostem jeho účastníků. V letech 1997 – 1999, kdy začalo docházet z tohoto pohledu k určité nápravě, byla makroekonomická situace v ČR v důsledku finanční krize pro změnu značně nepříznivá, a proto opět k rozvoji trhu s prvotními veřejnými nabídkami akcií nedošlo. Na světových akciových trzích bylo toto období naopak velmi příznivé pro IPO, která se těšila velkému zájmu emitentů i investorů. Světové akciové trhy se v tomto období označovaly jako tzv. „horké trhy s IPO“ (angl. *hot issue markets*).

V následujícím období, tedy v letech 2000 – 2003, kdy se české hospodářství po několika letech dostalo z recese, a podmínky pro veřejnou emisi akcií se tak z tohoto pohledu opět zlepšily, se však zcela změnila situace na světových trzích s IPO, které se po tzv. „splasknutí internetové bubliny“ dostaly do hluboké krize. V současné době však již tato krize odezněla a čtyři prvotní veřejné nabídky akcií realizované na českém kapitálovém trhu v letech 2004 – 2007 ukazují, že z ekonomického pohledu teprve nyní nastává doba vhodná pro uskutečnění IPO na českém kapitálovém trhu ve větším rozsahu.

¹⁰⁸ Jedná se o faktory ekonomického charakteru, a proto zde neberu v úvahu obtížnost realizace IPO vzhledem k technickým problémům vyplývajícím z nevyhovující legislativy v devadesátých letech minulého století.



Graf 5-3: Meziroční vývoj HDP v České republice v letech 1993 – 2006

[Zdroj: Vlastní zpracování na základě zdroje (117)]

Na základě výše uvedeného lze konstatovat, že zvolený způsob privatizace státního majetku, nízká míra regulace kapitálového trhu a ochrana investorů, preference dluhového financování prostřednictvím bankovních úvěrů, vlastnická struktura českých podniků a celkový stav ekonomiky České republiky na počátku devadesátých let minulého století přispěly významnou mírou k tomu, že do roku 2004 nebyla na pražské burze realizována ani jedna prvotní veřejná nabídka akcií.

5.4.2 PŘEKÁŽKY LEGISLATIVNÍHO CHARAKTERU

V minulosti byla mnohými odborníky považována za největší překážku úspěšné realizace IPO na českém kapitálovém trhu nevyhovující legislativa. Český právní řád, zejména obchodní zákoník¹⁰⁹ a zákon o cenných papírech¹¹⁰, obsahoval řadu ustanovení, které ztěžovaly a neúměrně prodlužovaly celý proces navýšení základního kapitálu prostřednictvím veřejné emise akcií, a vytvářely tak právní nejistotu při realizaci IPO. V této kapitole jsou stručně popsány jednotlivé legislativní překážky, které v minulosti (zejména před rokem 2001) komplikovaly proces veřejné emise akcií na českém kapitálovém trhu. Tyto překážky jsou dále porovnány se současným právním stavem za účelem zjištění, zda v současné době již vhodné legislativní podmínky pro uskutečnění veřejné emise akcií existují. Pro účely této

¹⁰⁹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

¹¹⁰ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

práce jsou legislativní překážky uvedeny v členění dle jednotlivých právních norem, ve kterých byly upraveny.

5.4.2.1 *Překážky v zákoně o cenných papírech*

V dřívější době bylo postavení investorů v otázce *disponování s právy z upsání nových akcií* právně značně nejisté, a to hlavně vzhledem k délce procesu od upsání akcií po jejich vydání, která dosahovala i několika měsíců. V tomto období byla investice ekonomicky umrtvena a investor s ní nemohl nijak disponovat. Tato překážka, v podobě některých ustanovení § 5, byla ze zákona o cenných papírech odstraněna¹¹¹, a to k datu 11. 7. 2002.

Při samotné realizaci IPO je důležité co nejvíce zkrátit *časové intervaly mezi učiněním investičního rozhodnutí, úpisem a okamžikem zahájení obchodování*. Z tohoto důvodu se zákonem stanovena lhůta deseti dnů od uveřejnění prospektu, po jejímž uplynutí mohl být cenný papír přijat k obchodování na veřejném trhu, jevila jako komplikace. I tato překážka byla již odstraněna zrušením ustanovení § 71 odstavce 3 písmene c)¹¹².

Zjednodušení procesu IPO přineslo i *legislativní zakotvení* nového druhu cenného papíru tzv. *poukázky na akcie*. Vzhledem k tomu, že proces IPO od upsání do vydání akcií trvá několik měsíců, potřebují mít majitelé těchto cenných papírů možnost disponovat s nimi v co nejkratší době. Skutečnost, že majitelé akcií s nimi po určitou dobu nemohou obchodovat, může odradit potenciální investory od vkládání svých peněžních prostředků do akcií nově obchodovaných společností. Je nutné si uvědomit, že v tomto období může cena akcií značně poklesnout, aniž by měl investor možnost je prodat. Podíváme-li se na denní změny

¹¹¹ § 5 odst. (4) Mají-li být vydány zaknihované cenné papíry, je emitent povinen o tom učinit oznámení Středisku cenných papírů (dále jen "středisko"). Mají-li být vydány jako zaknihované cenné papíry akcie a není-li emitent jako akciová společnost dosud zapsán v obchodním rejstříku, mají tuto povinnost po založení akciové společnosti její zakladatelé.

§ 5 odst. (5) Oznámení podle odstavce 4 středisko zaneše do své evidence tak, aby všechny cenné papíry, které mají být v rámci dané emise vydány, mohly být v této evidenci registrovány.

§ 5 odst. (6) Na základě příkazu emitenta k vydání cenného papíru provede středisko bez zbytečného odkladu registraci, jejímž obsahem je zápis do zákonem stanovené evidence ve smyslu § 1 odst. 3.

¹¹² § 71 odst. (3) Cenný papír může být přijat k obchodování na veřejném trhu, pouze pokud:

a) jsou splněny všechny předpoklady, které na něj a na jeho emitenta klade zákon,

b) Komise schválila prospekt cenného papíru (§ 75 odst. 1) (dále jen "prospekt"), nevplývá-li z tohoto zákona něco jiného,

c) prospekt podle písmene b) byl v souladu s § 77 odst. 1 uveřejněn a od tohoto uveřejnění uplynula lhůta nejméně deseti dnů nebo v případě dluhopisu lhůta jednoho dne,

d) nejsou organizátorovi veřejného trhu známy okolnosti, které by v případě přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu mohly vést k poškození investorů nebo vážnému ohrožení jejich zájmů nebo ohrožení důležitých veřejných zájmů.

akciových kurzů na burzovních trzích, je evidentní, že i jednodenní zpoždění v prodeji může vést ke značným ztrátám.

Poukázka na akcie je cenný papír, který byl do obchodního zákoníku doplněn jeho technickou novelou¹¹³ s účinností od 31. 12. 2001 a který byl tímž zákonem uveden i do zákona o cenných papírech – konkrétně do § 1 odst. 1, který obsahuje předmět úpravy zákona a demonstrativní výčet cenných papírů. Poukázka na akcie má za cíl umožnit investorům disponovat s investicí ještě před vznikem jejich podílu reprezentovaným fyzickou existencí akcie. Poukázka na akcie je cenný papír na doručitele, který nahrazuje akcii tehdy, když společnost zvyšovala základní kapitál upsáním nových akcií, upisovatel zcela splatil emisní kurz všech akcií, ale zvýšení základního kapitálu společnosti ještě nebylo zapsáno do obchodního rejstříku.

Smysluplnost poukázky na akcie je však zpochybněna ustanovením § 206 odst. 3 obchodního zákoníku v souvislosti s třídenní lhůtou zápisu zvýšení základního kapitálu společnosti do obchodního rejstříku. Dle mého názoru proto ztrácí poukázky na akcie v současné době smysl, neboť si nedovedu představit společnost, která by je pouze pro období těchto tří dnů vydávala.

Právní úprava před rokem 2001 neumožňovala společnosti vydat tzv. *předběžný prospekt*. Na většině vyspělých kapitálových trzích je v současné době určován emisní kurz na základě metody *bookbuildingu*. Tu však v dřívější právní úpravě nebylo možné použít, protože dříve než byl prospekt schválen regulatorním orgánem, musel již emisní kurz obsahovat. Nápravu této situace přinesla novela zákona o cenných papírech. Umožnila totiž vydat prospekt cenných papírů, který neobsahuje emisní kurz akcie. Na základě právní úpravy platné od roku 2001 je možné, aby regulatorní orgán schválil prospekt i v případě, že některé údaje (např. emisní kurz) nejsou ke dni schválení prospektu známy, pokud obsahuje informaci o tom, jakým způsobem budou tyto údaje určeny a doplněny. Tato právní úprava byla nejprve zakotvena v zákoně o cenných papírech ve znění platném od roku 2001 a později byla přenesena do zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde v nezměněné podobě platí dodnes. Tento nový právní institut tedy rozšířil možnosti pro stanovení emisního kurzu. Emitující společnost může na základě předběžného prospektu oslovit potenciální investory, a teprve na základě jejich zájmu a očekávání stanovit emisní kurz. Menší nejistota při stanovení emisního

¹¹³ Technická novela obchodního zákoníku č. 501/2001 Sb.

kurzu současně vede k jeho nižšímu podhodnocení, což se pozitivně projeví na celkové nákladnosti IPO.

5.4.2.2 *Překážky v obchodním zákoníku*

Před schválením technické novely obchodního zákoníku z roku 2001 existovala **vysoká nejistota ohledně celkové délky obou zápisů zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku**. Rozdíly v délce zápisu se vyskytovaly jak mezi jednotlivými rejstříkovými soudy, tak dokonce mezi jejich jednotlivými soudci. Dle zdroje (2) se průměrná délka dvojího zápisu počítala na měsíce. To velmi prodlužovalo proces IPO a odrazovalo potenciální emitenty. Zlepšení přinesla novelizace občanského soudního řádu účinná od 1. 1. 2001, která v ustanovení § 200c uložila soudu v rejstříkových věcech povinnost učinit do 15 dnů od podání návrhu úkony směřující k rozhodnutí věci. V případě prvního zápisu došlo od 1. 1. 2001 k výraznému zjednodušení činnosti soudů. O rozhodnutí valné hromady o zvýšení základního kapitálu společnosti se obligatorně sepisuje notářský zápis podle § 80a notářského řádu. Notář je povinen osvědčit, že obsah rozhodnutí a jednání k němu vedoucí jsou či nejsou v souladu s platnými právními předpisy a zakladatelskými dokumenty. Druhý zápis do obchodního rejstříku je v současné době upraven v § 206 obchodního zákoníku, který nařizuje rejstříkovému soudu rozhodnout o zápisu zvýšení základního kapitálu pouze na základě notářského zápisu z představenstva společnosti, jsou-li splněny taxativně vymezené podmínky. V tomto případě musí být zápis proveden ve lhůtě tří pracovních dnů od doručení notářského zápisu rejstříkovému soudu.

Nezbytnost dvojího zápisu je však nezvratná. I přes to, že byl dvojitý zápis do obchodního rejstříku v českém právu již jednou opuštěn, bylo nutno ho opět začlenit do českého právního řádu a to v důsledku existence evropských směrnic¹¹⁴.

Za další překážku pro realizaci veřejné nabídky akcií bylo možné považovat **zákaz emitovat akcie pod jejich nominální hodnotou**. Z historického vývoje situace na organizovaných trzích v ČR je patrné, že pouze s malou částí akcií se obchoduje za vyšší kurz, než je jejich nominální hodnota. Pro investory je pak obecně výhodnější nabýt akcií emitenta až během sekundárního obchodování. Tato legislativní překážka nesouvisela přímo s uskutečněním IPO, ale měla vliv na realizaci dalších veřejných nabídek akcií, tzv. SEO. Obchodní zákoník

¹¹⁴ Čl. 25 směrnice 77/91/ECC a čl. 3 směrnice 68/151/ECC.

ve znění platném do roku 2001 zakazoval stanovit emisní kurz na nižší hodnotu než byla jmenovitá hodnota akcií. Řešení přišlo s novelou v roce 2001, která umožnila **kombinované zvýšení základního kapitálu** (které však předpokládá, že emitent má dostatečné vlastní zdroje na pokrytí rozdílu mezi jmenovitou hodnotou a emisním kurzem akcií) **a souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu společnosti**.

Kombinované zvýšení základního kapitálu společnosti je kombinací nominálního a efektivního zvýšení základního kapitálu. V případě, že se s akciemi společnosti na regulovaném trhu obchoduje za cenu nižší, než je jejich jmenovitá hodnota, neměla by společnost reálnou šanci uspět s úpisem těchto akcií, protože investoři nebudou ochotni nabývat dražších akcií emisí, ale budou je získávat na základě obchodování na sekundárních trzích. Podstata kombinovaného zvýšení základního kapitálu tedy spočívá v tom, že část emisního kurzu upisovaných akcií bude kryta z vlastních zdrojů společnosti. Jinak řečeno, obchodní zákoník připouští, aby společnost vydala akcie oproti splacení jen části emisního kurzu, zbylou část pak společnost kryje z vlastních disponibilních zdrojů. Obchodní zákoník určuje následující postup¹¹⁵: společnost sestaví účetní závěrku (nikoli mezitímní), z níž bude zjištěna hodnota čistého zisku, nebo jiného zdroje vlastního kapitálu; následné zvýšení základního kapitálu bude možné jen tehdy, pokud číselná hodnota vlastního kapitálu není nižší než základní kapitál společnosti zvýšený o upsanou jmenovitou hodnotu akcií.

Účelem právní úpravy **souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu** je vyrovnání hodnoty dosavadních akcií s hodnotou nových akcií vydaných za účelem zvýšení kapitálu v situaci, kdy se s dosavadními akciemi na regulovaném trhu obchoduje za cenu, která je nižší, než jejich nominální hodnota. Možnost využití souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu je vázána na kótované akcie, protože lze u nich očekávat kurz vyplývající z poptávky a nabídky na regulovaném trhu, a tím dochází k určení kurzu podle dalších, nejen subjektivních kritérií.¹¹⁶ Podstatou souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu je to, že společnost může na jedné valné hromadě jedním usnesením rozhodnout o snížení i zvýšení základního kapitálu současně. Za účelem přizpůsobení jmenovité hodnoty akcií jejich ceně na veřejném trhu tedy nemusí být svolány dvě valné hromady – to by bylo značně nepraktické a časově náročné.

¹¹⁵ § 208 odst. 1 a 2 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, ve znění pozdějších předpisů.

¹¹⁶ KOBLIHA, I. a kol. *Obchodní zákoník. Komentář*. 1. vyd. Praha: LINDE, 2006. 1560 s. ISBN 80-7201-564-8.

Z výše uvedeného vyplývá, že v současné době jsou již všechny největší legislativní bariéry, které byly např. dle zdroje (2), (48) v minulosti označovány za hlavní příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, zcela odstraněny. Stávající právní úpravu IPO lze považovat za odpovídající situaci na rozvinutých kapitálových trzích. Cílem existujících regulatorních opatření je zejména zvýšení důvěry v český kapitálový trh a ochrana veřejných zájmů a investorů. Hlavní příčiny stále nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu je proto nutné hledat v další skupině překážek, tedy na straně potenciálních emitentů.

5.4.3 PŘEKÁŽKY NA STRANĚ POTENCIÁLNÍCH EMITENTŮ

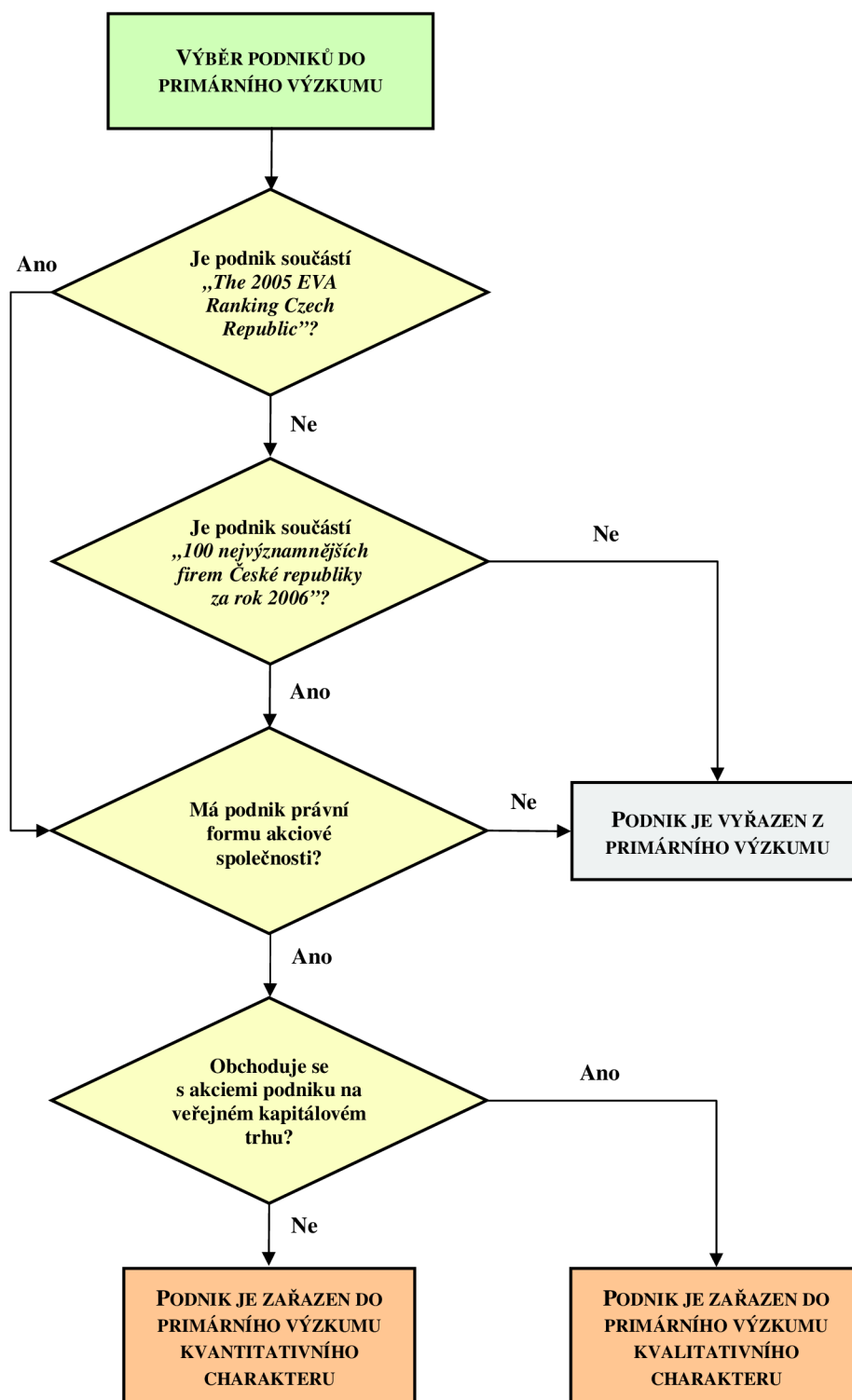
Další překážky zvýšení nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu lze očekávat na straně potenciálních emitentů. Z toho důvodu byl v období od července do září roku 2007 realizován *primární výzkum v českých podnicích*, který byl zaměřen na příčiny nízkého zájmu podniků o financování své činnosti prostřednictvím českého kapitálového trhu.

5.4.3.1 Kvantitativní výzkum potenciálních emitentů

Primární výzkum kvantitativního charakteru byl proveden formou dotazníkového šetření na vybraném vzorku podniků, které lze z pohledu investorů považovat za potenciální kandidáty na uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií. Podniky byly vybrány tak, aby splňovaly tyto kritéria:

1. podnik je součástí alespoň jednoho z těchto hodnocení:
 - a) „*The 2005 EVA Ranking Czech Republic*“,
 - b) „*100 nejvýznamnějších firem České republiky za rok 2006*“,
2. právní formou podniku je akciová společnost,
3. s akciemi podniku se dosud neobchoduje na českém ani na zahraničním kapitálovém trhu.

V případě, že součástí výše uvedených hodnocení byla akciová společnost, s jejímiž akciemi se již obchoduje na veřejném kapitálovém trhu, byla tato společnost zařazena do *primárního výzkumu kvalitativního charakteru*, který byl proveden formou osobního rozhovoru s jejími představiteli. Schéma výběru podniků do primárního výzkumu je možné graficky znázornit pomocí následujícího obrázku.



Obrázek 5-7: Schéma výběru podniků do primárního výzkumu [Zdroj: Vlastní zpracování]

Projekt „*The EVA Ranking Czech Republic*“¹¹⁷ od roku 2000 každoročně identifikuje v České republice 100 společností, které vytvářejí nejvyšší ekonomickou přidanou hodnotu pro jejich vlastníky (angl. *Economic Value Added*, ve zkratce EVA). Jedná se o první studii svého druhu nejen v České republice, ale i ve střední a východní Evropě. Ukazatel EVA vypovídá o tom, zda společnosti vytvářejí přidanou hodnotu pro akcionáře nebo zda hodnotu vloženou investory naopak ničí. Do hodnocení bylo za rok 2005 zařazeno 1.700 českých firem.

Základním měřítkem výkonnosti společnosti dle konceptu EVA je reziduální příjem, který zůstane po odečtení všech nákladů od provozního výsledku hospodaření. Základní konstrukci ukazatele EVA je možno vyjádřit vztahem:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC ,$$

kde *NOPAT* = *Net Operating Profit After Taxis* (tj. zdaněný zisk z operativní činnosti),
C = *dlouhodobě investovaný kapitál*,
WACC = *průměrné náklady na kapitál (ve tvaru indexu)*.

Aby bylo možné konstatovat, že je podnik úspěšný, musí platit, že $EVA > 0$. Jedině v tomto případě vzroste majetek akcionářů, neboť získají více, než byla původní hodnota investice i při uspokojení věřitelů. Jestliže $EVA = 0$, efektivnost investovaného kapitálu je rovna průměrným nákladům na kapitál. V případě, že $EVA < 0$, dochází ke „zmenšování“ majetku akcionářů (vlastního kapitálu), protože výnosnost investovaného kapitálu je nižší než náklady na kapitál.

Koncept ekonomické přidané hodnoty je považován za jednu z nejvýznamnějších inovací v podnikových financích za posledních dvacet let a ukázal se být efektivním manažerským nástrojem pro zvyšování výkonnosti a efektivnosti společnosti a pro tvorbu hodnoty pro akcionáře.

Žebříček „*100 nejvýznamnějších firem České republiky za rok 2006*“¹¹⁸ byl sestaven na základě ekonomických údajů poskytnutých předními českými firmami. První žebříček byl veřejnosti představen v červnu roku 1995 společně s daty za předchozí rok. Sběr dat prochází vývojem a každoročně se rozšiřuje množství informací a údajů, které o sobě firmy poskytují.

¹¹⁷ Hodnocení bylo vypracováno a publikováno společností Central European Capital, s.r.o. ve spolupráci s Českou kapitálovou informační agenturou, a.s., podle metodiky nadnárodní poradenské společnosti Stern Stewart & Co.

¹¹⁸ Hodnocení bylo sestaveno společností CZECH TOP 100, a.s.

Vedle přímých ekonomických ukazatelů jako jsou tržby, přidaná hodnota, počet zaměstnanců atd., sestavuje společnost CZECH TOP 100, a.s. rovněž poměrové žebříčky na základě vlastních výpočtů. Dle zdroje (116) tento žebříček nenahrazuje oficiální statistické údaje, ale jeho vypovídací hodnota, přesnost a věrohodnost umožňují, že je používán pro analytické účely, pro makroekonomické studie a pro potřeby jednotlivých firem.

Na základě výše uvedených kritérií bylo vybráno 85 podniků, které byly v *rámci primárního výzkumu kvantitativního charakteru* osloveny, a to buď formou dopisu s přiloženým dotazníkem adresovaným finančním ředitelům nebo prostřednictvím osobního setkání s nimi. V následující tabulce je uvedena četnost jednotlivých způsobů oslovení, včetně míry návratnosti dotazníků.

ÚDAJE O DOTAZNÍKOVÉM ŠETŘENÍ	ZPŮSOB OSLOVENÍ VYBRANÝCH PODNIKŮ		CELKEM
	Dopis	Osobní setkání	
Počet předaných dotazníků	65	20	85
Počet vrácených dotazníků	34	16	50
Míra návratnosti dotazníků	52,3 %	80 %	58,8 %

Tabulka 5-6: Počet dotazníků použitých pro primární výzkum a míra jejich návratnosti

[Zdroj: Vlastní zpracování]

Z tabulky je patrné, že z celkového počtu 85 předaných dotazníků jich bylo vráceno a následně vyhodnoceno 50, což představuje 58,8 % jejich návratnosti. Nejvyšší míry návratnosti (80 %) bylo dosaženo při osobním setkání s finančními řediteli zkoumaných podniků.

Dotazník použitý pro primární výzkum obsahoval tři samostatné části. První část byla věnována otázkám spojeným s možností financování podniků prostřednictvím českého kapitálového trhu. Druhá část byla zaměřena na zjištění hlavních důvodů pro zamítnutí financování společnosti prostřednictvím IPO. Poslední část sloužila k identifikaci velikosti zkoumaného podniku, jeho hlavní činnosti a současného rozložení finančních zdrojů.

Vzhledem k tomu, že někteří finanční ředitelé zkoumaných podniků (celkem 11) jsou cizí národnosti, dotazník byl vypracovaný jak v české, tak i v anglické verzi. Obě verze jsou uvedeny v přílohách této práce. Formulace otázek v dotazníku byla zvolena tak, aby umožňovala:

- volitelné odpovědi formou výběru z nabízených variant,

- výběr odpovědi *ano* či *ne*,
- odpovědi vyžadující uvedení konkrétního číselného údaje,
- doplňkově i volné odpovědi.

Dále je uveden přehled výsledků primárního výzkumu, který byl zaměřen na příčiny nízkého zájmu podniků o financování své činnosti prostřednictvím českého kapitálového trhu. Pro přehlednost je vždy nejprve uvedena otázka z dotazníku a dále následuje počet odpovědí na nabízené možnosti a odpovědi bez vyjádření. Převažující odpověď je vždy zvýrazněna.

1. <i>Považujete český kapitálový trh za potenciální zdroj financování rozvoje Vaší společnosti?</i>	<i>celkem odpovědí</i>	50	%	
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	16	32
		<i>ne</i>	34	68
		<i>bez vyjádření</i>	0	0

Závěr: Výzkum prokázal, že většina zkoumaných podniků (68 %) nepovažuje český kapitálový trh za potenciální zdroj financování svého rozvoje.

2. <i>Uvažovali jste někdy v historii Vaší společnosti o vstupu na český kapitálový trh prostřednictvím veřejné nabídky akcií (IPO)?</i>	<i>celkem odpovědí</i>	50	%	
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	24	48
		<i>ne</i>	24	48
		<i>bez vyjádření</i>	2	4

Závěr: V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že 48 % dotázaných podniků uvažovalo ve své historii o vstupu na český kapitálový trh prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Stejně procento podniků pak odpovědělo, že o této formě financování dosud neuvažovalo.

3. <i>Je Vaše společnost dostatečně informována o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu?</i>	<i>celkem odpovědí</i>	50	%	
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	31	62
		<i>ne</i>	17	34
		<i>bez vyjádření</i>	2	4

Závěr: Většina zkoumaných podniků (62 %) uvádí, že jejich management je dostatečně informován o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu.

4. <i>Myslíte si, že získání finančních zdrojů prostřednictvím českého kapitálového trhu je komplikovanější či méně výhodné než prostřednictvím bankovního úvěru?</i>	<i>celkem odpovědí</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	36	72
		<i>ne</i>	10	20
		<i>bez vyjádření</i>	4	8

Závěr: Provedený výzkum prokázal, že 72 % dotázaných podniků si myslí, že získání finančních zdrojů prostřednictvím českého kapitálového trhu je komplikovanější či méně výhodné než prostřednictvím bankovního úvěru.

5. <i>Jsou dle Vašeho názoru náklady spojené se získáním bankovního úvěru nebo emitováním dluhopisů nižší v dlouhodobém horizontu než náklady spojené s emitováním akcií?</i>	<i>celkem odpovědí</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	41	82
		<i>ne</i>	7	14
		<i>bez vyjádření</i>	2	4

Závěr: Většina zkoumaných podniků (82 %) se domnívá, že náklady spojené se získáním bankovního úvěru nebo emitováním dluhopisů jsou nižší v dlouhodobém horizontu, než náklady spojené s emitováním akcií.

6. <i>Do jakého stádia úvah nebo jednání o IPO se Vaše společnost dostala?</i>	<i>celkem odpovědí</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	<i>žádné úvahy</i>	24	48
		<i>interní úvahy</i>	18	36
		<i>informativní jednání</i>	4	8
		<i>pokročilá jednání</i>	2	4
		<i>bez vyjádření</i>	2	4

Závěr: V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že 36 % dotázaných podniků se dostalo do stádia interních úvah o IPO, 8 % zahájilo informativní jednání s finančními institucemi a pouze 4 % dotázaných podniků přistoupila k pokročilým jednáním.

Další část dotazníku byla zaměřena na **zjištění důvodů, proč zkoumané podniky dosud nevyužily IPO pro financování svého dalšího rozvoje**. Při vyhodnocení odpovědí na tyto otázky bylo třeba vzít v úvahu, že na ně odpovídaly i podniky, které dosud o IPO neuvažovaly (dle odpovědí na otázku č. 2). Přesto i tyto společnosti uváděly určité překážky, které dle

jejich názoru souvisí s nízkým počtem IPO na českém kapitálovém trhu. Z tohoto důvodu jsou výsledky výzkumu uvedeny vždy ze dvou hledisek, a to:

- a) odpovědi všech zkoumaných podniků,
- b) odpovědi podniků, které alespoň interně uvažovaly o financování formou IPO.

7. Byla jedním z důvodů obava z omezení či možné ztráty kontroly nad Vaší společností v důsledku vydání nových akcií?	<i>a) odpovědi všech podniků</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	ano	28	56
		<i>ne</i>	14	28
		<i>bez vyjádření</i>	8	16
	<i>b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO</i>		24	%
	<i>z toho:</i>	ano	19	79,2
		<i>ne</i>	4	16,6
<i>bez vyjádření</i>		1	4,2	

Závěr: Výzkum prokázal, že obava z omezení či možné ztráty kontroly nad společností v důsledku vydání nových akcií patřila u většiny zkoumaných podniků (56 %) k důvodům, proč dosud nevyužily IPO pro financování svého dalšího rozvoje. Pokud však budeme brát v úvahu pouze odpovědi podniků, které v minulosti o IPO skutečně uvažovaly, lze konstatovat, že obava z omezení či možné ztráty kontroly nad společností byla téměř v 80 % případů jedním z důvodů pro zamítnutí financování touto formou.

8. Byla jedním z důvodů nedostatečná informovanost o možnostech financování rozvoje společnosti prostřednictvím veřejné emise akcií?	<i>a) odpovědi všech podniků</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	6	12
		ne	35	70
		<i>bez vyjádření</i>	9	18
	<i>b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO</i>		24	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	1	4,2
		ne	21	87,5
<i>bez vyjádření</i>		2	8,3	

Závěr: V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že nedostatečná informovanost o možnostech financování rozvoje společnosti prostřednictvím veřejné emise akcií nepatřila u většiny zkoumaných podniků k důvodům, proč ji dosud neuskutečnily. Na tuto otázku

odpovědělo kladně pouze 12 % všech podniků, resp. 4,2 % podniků, které o IPO skutečně uvažovaly.

9. Byla jedním z důvodů informační povinnost pro společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu (burze)?	a) odpovědi všech podniků		50	%
	z toho:	ano	28	56
		<i>ne</i>	13	26
		<i>bez vyjádření</i>	9	18
	b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO		24	%
	z toho:	ano	16	66,7
		<i>ne</i>	6	25,0
<i>bez vyjádření</i>		2	8,3	

Závěr: Z výsledků výzkumu je patrné, že většina dotázaných podniků (56 %) považuje informační povinnost pro společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu (burze), za důvod pro nevyužití IPO k financování svého rozvoje. Pokud budeme brát v úvahu odpovědi pouze těch podniků, které o IPO skutečně uvažovaly, kladně na tuto otázku odpovědělo dokonce 66,7 %.

10. Pokud jste se již dostali do pokročilejšího stádia úvah či jednání o vydání nových akcií na veřejném trhu, byl jedním z důvodů zastavení tohoto procesu nezájem či nedostatek potenciálních investorů?	odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO		24	%
	z toho:	<i>ne</i>	13	54,2
		ano	2	8,3
		<i>bez vyjádření</i>	9	37,5

Závěr: V rámci provedeného šetření bylo zjištěno, že nezájem či nedostatek potenciálních investorů nepředstavoval u většiny podniků, které o IPO uvažovaly, důvod pro zamítnutí financování touto formou. Pouze u 8,3 % podniků, které se dostaly do pokročilejšího stádia úvah či jednání o vydání nových akcií na veřejném kapitálovém trhu, byl nezájem či nedostatek potenciálních investorů důvodem k zastavení tohoto procesu.

11. Byly jedním z důvodů legislativní překážky?	<i>a) odpovědi všech podniků</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	8	16
		<i>ne</i>	26	52
		<i>bez vyjádření</i>	16	32
	<i>b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO</i>		24	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	4	16,7
		<i>ne</i>	18	75,0
<i>bez vyjádření</i>		2	8,3	

Závěr: Z výsledků výzkumu je patrné, že legislativní překážky nebyly u většiny zkoumaných podniků důvodem pro nerealizaci IPO. Pouze 16 % všech podniků, resp. 16,7 % podniků, které o IPO uvažovaly, uvedlo, že legislativní překážky byly jedním z důvodů, proč v minulosti nevyužily IPO k financování svého rozvoje. Při jejich charakteristice byla např. uvedena nemožnost vydat akcie přímo proti zaplacení kupní ceny a délka zápisu nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

12. Byly jedním z důvodů administrativní překážky?	<i>a) odpovědi všech podniků</i>		50	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	10	20
		<i>ne</i>	27	54
		<i>bez vyjádření</i>	13	26
	<i>b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO</i>		24	%
	<i>z toho:</i>	<i>ano</i>	4	16,7
		<i>ne</i>	18	75,0
<i>bez vyjádření</i>		2	8,3	

Závěr: V rámci provedeného výzkumu bylo zjištěno, že administrativní překážky, podobně jako překážky legislativní, nepředstavují pro většinu zkoumaných podniků (54 %, resp. 75 %) hlavní důvod pro zamítnutí financování formou IPO. Podniky, které na tuto otázku odpověděly kladně, při charakteristice administrativních překážek nejčastěji uváděly komplikovanost a časovou náročnost celého procesu IPO.

13. Byly jedním z důvodů vysoké náklady spojené s uvedením emise akcií na veřejný trh?	a) odpovědi všech podniků		50	%
	z toho:	ano	21	42
		<i>ne</i>	14	28
		<i>bez vyjádření</i>	15	30
	b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO		24	%
	z toho:	ano	15	62,5
		<i>ne</i>	9	37,5
<i>bez vyjádření</i>		0	0	

Závěr: Výzkum prokázal, že 42 % dotázaných společností považuje náklady spojené s uvedením emise akcií na veřejný kapitálový trh za jednu z překážek pro realizaci IPO. V případě odpovědí podniků, které v minulosti uvažovaly o IPO, představují náklady spojené s realizací IPO v 62,5 % případů důvod pro zamítnutí financování touto formou. Při charakteristice těchto nákladů byly uvedeny zejména poplatky manažerovi emise a náklady spojené s právním a jiným poradenstvím.

14. Setkali jste se ještě s nějakými jinými problémy?	a) odpovědi všech podniků		50	%
	z toho:	<i>ano</i>	4	8
		ne	29	58
		<i>bez vyjádření</i>	17	34
	b) odpovědi podniků, které uvažovaly o IPO		24	%
	z toho:	<i>ano</i>	3	12,5
		ne	21	87,5
<i>bez vyjádření</i>		0	0	

Závěr: V rámci provedeného šetření uvedlo pouze 8 % zkoumaných podniků, resp. 12,5 % podniků, které uvažovaly o IPO, že se při rozhodování o realizaci IPO setkaly také s jinými problémy. Jednalo se například o to, že dotazované společnosti se nepovažují za vhodného kandidáta na IPO, jsou součástí zahraniční skupiny, která rozhoduje o způsobu financování, nebo mají obavu z případného neúspěchu emise, který by mohl vážně poškodit jejich jméno.

Poslední část dotazníku použitého pro primární výzkum byla zaměřena na zjištění velikosti zkoumaného podniku, jeho hlavní činnosti a rozložení finančních zdrojů. Na tyto otázky odpovědělo všech 50 respondentů, kteří byli zapojeni do primárního výzkumu.

Pokud se týká velikosti¹¹⁹ zkoumaných podniků, bylo zjištěno, že jejich naprostá většina (94 %) patří do kategorie velkých podniků. Jak ukazuje následující graf, zbývajících 6 % podniků se řadí mezi střední podniky.

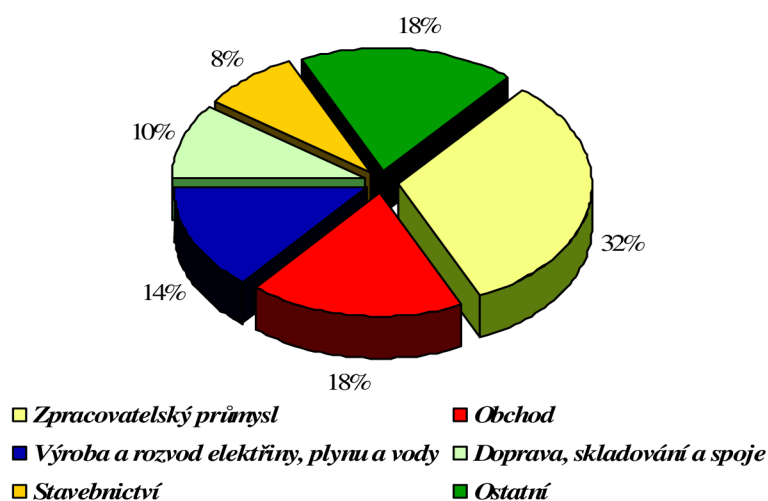


Graf 5-4: Rozdělení zkoumaných podniků dle velikosti [Zdroj: Vlastní zpracování]

V rámci výzkumu byla také zjišťována hlavní činnost podniků. Na základě tohoto údaje byly zkoumané podniky v souladu s klasifikací OKEČ¹²⁰ rozčleněny dle ekonomických činností. Jak ukazuje následující graf, v rámci zkoumaných podniků byl nejčastěji zastoupený zpracovatelský průmysl (32 %), dále pak obchod (18 %), výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody (14 %), doprava, skladování a spoje (10 %) a stavebnictví (8 %). Zbývajících část podniků (18 %) působí v ostatních odvětvích, např. v těžbě ostatních nerostných surovin a v činnostech v oblasti nemovitostí a pronájmu.

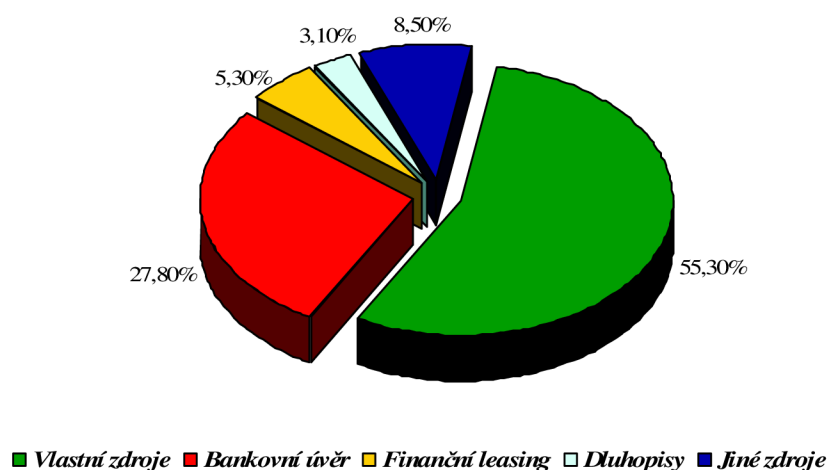
¹¹⁹ Při členění podniků dle velikosti bylo použito kritérií stanovených v zákoně č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

¹²⁰ Odvětvová klasifikace ekonomických činností.



Graf 5-5: Rozdělení zkoumaných podniků dle OKEČ [Zdroj: Vlastní zpracování]

Poslední údaje, které byly v rámci primárního výzkumu zjišťovány, se týkaly procentuálního rozložení finančních zdrojů zkoumaných podniků. Výsledky jsou uvedeny v grafu 5-6, ze kterého vyplývá, že dotazované podniky jsou převážně financovány vlastními zdroji. Z cizích zdrojů jednoznačně převažují bankovní úvěry, které se na finanční strukturu podniků podílejí 27,8 %. Finanční leasing a emitované obligace představují ve svém souhrnu 8,4 % z celkových finančních zdrojů. Zbývající část finančních zdrojů představují další zdroje, ze kterých byly nejčastěji uvedeny půjčky od mateřské společnosti.



Graf 5-6: Rozložení finančních zdrojů zkoumaných podniků [Zdroj: Vlastní zpracování]

Odpovědi všech podniků byly dále vyhodnoceny statistickým softwarem *Minitab 15* za účelem zjištění, zda mezi nimi existují statisticky významné závislosti. Ověření

předpokládaných závislostí bylo provedeno na základě *Pearsonova testu*. Na základě výsledků tohoto testu lze konstatovat, že existuje **velmi silná statistická závislost** mezi odpověďmi na:

- otázku č. 1 a otázku č. 2,
- otázku č. 1 a otázku č. 3,
- otázku č. 2 a otázku č. 3,
- otázku č. 4 a otázku č. 5,
- otázku č. 7 a otázku č. 9.

Se zřetelem na uvedené vyhodnocení lze učinit následující závěry.

- Respondenti, kteří považují kapitálový trh za potenciální zdroj pro financování svého rozvoje, uvažovali v minulosti o realizaci IPO a jsou dostatečně informovaní o této formě financování.
- Podniky, které si myslí, že získání finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu je komplikovanější či méně výhodné než prostřednictvím bankovního úvěru, považují náklady spojené s bankovním úvěrem nebo emitováním dluhopisů za nižší v dlouhodobém horizontu než náklady spojené s emitováním akcií.
- Podniky, které považují obavu z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku vydání nových akcií za důvody k zamítnutí realizace IPO, uvádějí za další důvod informační povinnost pro společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu.

5.4.3.2 *Zhodnocení výsledků výzkumu*

Na základě výše uvedených výsledků primárního výzkumu lze konstatovat, že většina dotázaných podniků ani v současné době nepovažuje český kapitálový trh za potenciální zdroj pro financování svého rozvoje. Přestože většina zkoumaných podniků je přesvědčena o tom, že jejich management je dostatečně informován o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu, přistoupilo jen několik málo podniků ve své historii k pokročilým jednáním o realizaci prvotní veřejné nabídky akcií. Všechna pak vedla k zamítnutí této formy financování.

Provedený výzkum prokázal, že nízký zájem českých podniků o financování svého rozvoje prostřednictvím IPO souvisí především **s dobrou dostupností bankovních úvěrů**. Jejich

získání je obecně vnímáno jako snazší a výhodnější než získání kapitálu prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Překvapujícím zjištěním bylo, že většina dotázaných podniků zastává názor, že náklady spojené se získáním bankovního úvěru nebo emitováním dluhopisů jsou nižší, a to i v dlouhodobém horizontu, než náklady spojené s emitováním akcií. Za možné vysvětlení tohoto postoje lze považovat skutečnost, že velikost potřebných finančních zdrojů nevyvolává dostatečný objem emise nových akcií, při kterém by IPO byla nákladově přijatelná. Je třeba si uvědomit, že se zvyšujícím se objemem emise realizační náklady na IPO v relativním vyjádření (v procentech z objemu emise) klesají.

Na základě osobního rozhovoru s některými představiteli zkoumaných podniků jsem dospěl k poznání, že realizační náklady spojené s IPO, které jsou vyjadřovány procenty z objemu emise, jsou někdy mylně porovnávány pouze s roční úrokovou sazbou z bankovního úvěru. Tato úvaha tak může být jedním z dalších důvodů, proč většina respondentů považuje prvotní veřejnou nabídku akcií, ve srovnání s bankovním úvěrem, za nákladnější zdroj financování, a to i z dlouhodobého hlediska. Jak je uvedeno v kapitole 4.4.3, jak z pohledu cash-flow, tak z pohledu dopadu na výsledek hospodaření se IPO jeví jako výhodnější forma financování než bankovní úvěr. To platí i v případě, že procentuelní vyjádření realizačních nákladů IPO z objemu emise představuje dvojnásobnou výši roční úrokové sazby z bankovního úvěru.¹²¹ Je tomu tak z důvodu, že z dlouhodobého hlediska jsou jednorázové náklady na IPO převyšeny kumulovanou výší zaplacených úroků za celou dobu trvání úvěru.

Za další významný faktor, který hraje důležitou roli při rozhodování o IPO v českém prostředí, lze považovat *obavu z možné ztráty či omezení kontroly nad společností* v důsledku emise nových akcií. Tato situace však v silnější podobě běžně nastává při vstupu zahraničního partnera do společnosti a je v českém prostředí mnohem častějším jevem. V rámci prvotní veřejné nabídky akcií lze uvedenou obavu do jisté míry eliminovat upsáním omezeného množství akcií, které představují jen určitou část základního kapitálu, se kterou se bude po realizaci IPO veřejně obchodovat. O prvotní veřejné nabídky akcií se navíc zajímají především institucionální investoři, kteří zpravidla nezasahují do řízení společnosti.

Osobně se domnívám, že výše uvedený argument proti IPO částečně souvisí také s tím, že činnost společnosti, zejména jejího managementu, bude po realizaci IPO mnohem podrobněji a více kriticky sledována veřejností, tj. investory, analytiky, žurnalisty atd. Negativní postoj

¹²¹ Pokud platí všechny předpoklady, které byly stanoveny pro ilustrativní příklad v kapitole 4.4.3.

k veřejné nabídce akcií tak může být spojen i s obavou managementu z „*veřejné kontroly*“ své činnosti, která musí být v případě vstupu společnosti na kapitálový trh naprosto transparentní. Tato moje domněnka byla nepřímo potvrzena na základě osobního setkání s některými představiteli zkoumaných podniků.

Další důvody nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO souvisí s jejich malou zkušeností s touto formou financování a také s *neochotou přistoupit na povinnost pravidelného zveřejňování informací o své činnosti*. Tento postoj tak částečně podporuje i výše uvedenou obavu managementu z „*veřejné kontroly*“ své činnosti. Za racionální důvod pro neochotu podílet se na informační povinnosti lze považovat např. zvýšené riziko odhalení podnikatelských záměrů konkurencí, příp. pravidelně se opakující náklady spojené s plněním informační povinnosti.

Informační povinnost je však velmi významným faktorem, který ovlivňuje důvěru investorů v prvotní veřejné nabídky akcií a kapitálový trh obecně. Je třeba si uvědomit, že pro emitující společnosti je tato důvěra velmi podstatná, neboť potřebují mít jistotu, že prostřednictvím kapitálového trhu mohou potřebné finanční prostředky skutečně získat. Navíc, jak ukazují zahraniční studie, firmy ze zemí s rozsáhlejšími požadavky na zveřejňování informací a se silnější regulací v oblasti cenných papírů mají, za jinak stejných podmínek, nižší náklady na získání kapitálu.

Časovou a organizační náročnost celého procesu, nespokojenost s vysokými náklady na manažera emise a na ostatní poradenské firmy a v neposlední řadě také *obavy z případného veřejného neúspěchu*, který by mohl mít negativní dopad na společnost, považují dotazované podniky za další překážky, které brání realizaci IPO. A právě souhra těchto faktorů s výše uvedenými činiteli vedla k tomu, že většina respondentů uvažovala o realizaci IPO jen velmi povrchně, případně vůbec.

5.4.4 OSTATNÍ PŘÍČINY

Kromě výše uvedených příčin nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO existují i některé další důvody pro tento stav. Za nejvýznamnější z nich považují absenci daňového zvýhodnění a/nebo státních dotací pro emitující společnosti a nevyužití IPO k dodatečné privatizaci státního majetku.

Zvýšení zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO by mohlo pomoci i **daňové zvýhodnění a/nebo státní dotace pro emitující společnosti**. Například v Itálii společnostem nově přijatým na veřejný trh po realizaci IPO přiznává stát daňovou výhodu v podobě nižší sazby daně z příjmů právnických osob. Dle studie (28) toto daňové zvýhodnění vedlo ke zvýšení příjmů emitentů, což se v konečném důsledku projevilo i na zvýšení státních příjmů.

Maďarské Ministerstvo hospodářství a dopravy od roku 2005 vyhlašuje každoročně tendr pro obchodní společnosti, které plánují uvedení svých akcií na budapešťskou burzu. Cílem této dotace je pobízení k zapojení zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu, který pro firmy jednak zajistí větší pružnost, transparentní hodnocení firmy a likviditu z hlediska svých akcií, a jednak rozšiřuje možnosti investování na burze, a působí tak kladně na celý kapitálový trh. Výše této dotace činí v jednotlivých tendrech 50 % prokázaných nákladů na uvedení společnosti na burzu, maximálně však 25 mil. forintů (cca 100.000 EUR). Podmínkou poskytnutí dotace je, aby akcie vydané uchazečem byly uvedeny na budapešťskou burzu do doby stanovené v tendru. Schválenou dotací převede Ministerstvo hospodářství a dopravy jednorázově po vyúčtování započitatelných nákladů, mezi které patří například:

- spolupráce investičního poskytovatele (náklady na poskytnutí záruky k registraci, náklady na prodej a finanční poradenství),
- náklady na audit,
- náklady na služby v právních záležitostech,
- náklady na marketing, *public relations* a tisk,
- náklady na řízení a poskytování informací ze strany Státního dozoru nad finančními institucemi,
- náklady na poplatky účtované centrálním deponitářem cenných papírů.

V České republice nejsou potenciální emitenti v současné době žádným podobným způsobem, jako v Itálii nebo Maďarsku, motivováni pro realizaci prvotní veřejné nabídky akcií. Dokonce některé nepřímé podpory IPO v daňovém zákoně, například sleva na dani ve výši jedné poloviny daně sražené právnickou osobou z dividendového příjmu z akcie, byly zrušeny. Jedinou daňovou podporu prvotních veřejných nabídek akcií tak lze shledávat v daňové uznatelnosti realizačních nákladů.

Za další možnou příčinu nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu lze považovat absenci jeho otevřené podpory ze strany vlády, která jej v minulosti ani jednou nevyužila k privatizaci státního majetku. Například v Polsku byl místo kupónové privatizace zvolen způsob privatizace přes kapitálový trh. Úspěchy prvních privatizačních IPO okamžitě zvýšily důvěru podnikatelského sektoru v kapitálový trh, a proto se brzy objevily první ryze soukromé IPO, ke kterým pravidelně dochází již od roku 1993. Bohužel ani s odstupem času nevyužily české vlády možnosti *privatizovat státní podniky přes kapitálový trh*. Argumentů pro realizaci přímého prodeje sice existuje mnoho, v odborné literatuře se hovoří například o tzv. „prémii za majoritu“. Prodává-li tedy vláda majoritu, je pravděpodobné, že se tato premie odrazí v ceně v případě tendru a přímého prodeje než v případě privatizační IPO. Ve vyspělém světě je ale běžné, že vlády neprodávají tento majoritní podíl najednou. Velmi často přistupují k prodeji menšinových podílů přes kapitálový trh. Tuto transakci opakují v průběhu několika let, do té doby než se jim podaří prodat celý podnik. I když privatizační IPO nemusí přinést maximální výnos pro stát, její nespornou výhodou je naprostá transparentnost tohoto procesu a podpora rozvoje regionálního kapitálového trhu.

5.5 VÝZKUM USKUTEČNĚNÝCH PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ V ČESKÉ REPUBLICE

Cílem této kapitoly je analýza hlavních charakteristik prvotních veřejných nabídek akcií, které se uskutečnily na českém kapitálovém trhu v jeho novodobé historii¹²², a poznání přístupů, názorů a zkušeností jednotlivých podniků, které je realizovaly. K naplnění tohoto cíle byl proveden:

- sekundární výzkum zdrojů, které se zabývají uvedenou problematikou,
- primární výzkum podniků, které na českém kapitálovém trhu uskutečnily IPO.

5.5.1 ANALÝZA HLAVNÍCH CHARAKTERISTIK PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ

Jednotlivé společnosti, které realizovaly IPO na českém kapitálovém trhu, jsou nejprve stručně popsány, následují základní charakteristiky jejich IPO a vyhodnocení získaných poznatků. Společnosti jsou uvedeny chronologicky dle jejich vstupu na český kapitálový trh.

Za první společnost, která na českém kapitálovém trhu uskutečnila IPO, je nejčastěji označována *Zentiva, N.V.* (dále jen Zentiva). Pro přesnost je však nutné uvést, že Zentiva představuje první společnost, která uskutečnila IPO na pražské burze. V novodobé historii českého kapitálového trhu realizovala první IPO společnost Software 602, a.s., s jejímiž akciemi se však, vzhledem k velmi malé tržní kapitalizaci emise (20 mil. Kč), obchodovalo pouze na mimoburzovním trhu, RM-Systému, a.s.

Společnost Zentiva je mezinárodní farmaceutickou společností se zaměřením na vývoj, výrobu a prodej moderních značkových generických farmaceutických přípravků. Společnost má vedoucí postavení v České republice, v Rumunsku a na Slovensku a zaznamenává rychlý růst v Polsku, Rusku, na Ukrajině a v pobaltských státech. Strategie Zentivy, orientovaná na ziskový růst, spočívá v rozšiřování přístupu pacientů k moderním lékům prostřednictvím poskytovatelů primární zdravotní péče v Evropské unii a ve východní Evropě. Tento růst je zajištěn dalším organickým vývojem dosavadní činnosti a selektivními akvizicemi. Akcie firmy Zentiva byly v červnu roku 2004 kótovány na pražské burze a ve formě globálních depozitních akcií¹²³ na londýnské burze. Prvotní veřejná nabídka akcií měla tři hlavní cíle:

- snížení zadlužení společnosti,

¹²² Stav k 1. 11. 2007.

¹²³ V angl. označované jaké „Global Depositary Shares” (GDS).

- získání kapitálu na další akvizice,
- umožnění současným akcionářům postupně prodávat své podíly, a dodat jim dostatečnou likviditu.

S odstupem času lze konstatovat, že všechny uvedené cíle IPO se společností postupně podařilo naplnit. Česká veřejná nabídka akcií byla součástí nabídky kombinované, která se skládala z mezinárodní nabídky primárních i sekundárních akcií institucionálním investorům mimo území České republiky a veřejné nabídky primárních akcií v České republice. Hlavní údaje o IPO společnosti Zentiva jsou uvedeny v následující tabulce.

Datum uskutečnění IPO	28.6.2004	
Počet akcií před IPO (ks)	33 806 334	
Struktura IPO	nabídka	úpis
primární akcie (ks)	4 329 896	4 329 896
opce navýšení (ks)	0	0
sekundární akcie (ks)	5 670 104	5 670 104
opce navýšení (ks)	1 500 000	1 500 000
celkový počet akcií (ks)	11 500 000	11 500 000
Počet akcií po IPO (ks)	38 136 230	
Free float (rozptyl akcií)	30,16%	
Struktura investorů		
institucionální investoři	100%	
retailový investoři	0%	
Emisní kurz (CZK/akcie)	485,00	
Velikost emise (Kč)	5 577 500 000	
Hrubý výnos společnosti (Kč)	2 099 999 560	
Náklady IPO	Kč	% z emise
poplatky upisovatelům	223 100 000	4,00
ostatní přímé náklady	145 000 000	2,60
celkové přímé náklady	368 100 000	6,60
Čistý výnos společnosti (Kč)	1 871 000 000	
Závěrečný kurz 1. dne obchodování (Kč/akcie)	504,50	
Underpricing	4,02%	

Tabulka 5-7: Hlavní charakteristiky IPO společnosti Zentiva [Zdroj: Vlastní zpracování]

Z uvedené tabulky je zřejmé, že společnost Zentiva uskutečnila **kombinovanou IPO**, neboť veřejnosti nabízela jak primární akcie, tj. akcie nově emitované, které jí měly zajistit získání potřebných finančních zdrojů pro snížení jejího zadlužení a pro její další růst a rozvoj, tak sekundární akcie, které sloužily k odprodeji obchodních podílů dosavadních akcionářů,

zejména fondů rizikového kapitálu¹²⁴. Vzhledem k tomu, že přes 62 % z celkového počtu akcií, nabízených v rámci IPO, tvořily akcie sekundární, tj. akcie vydané již před uskutečněním IPO, lze konstatovat, že hlavním cílem IPO bylo *umožnit vystoupení fondu rizikového kapitálu ze společnosti a zhodnocení jeho investice formou prodeje akcií na burzovních trzích*.

Prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií bylo veřejnosti, kterou představovaly pouze institucionální investoři, nabídnuto přes 30 % celkového počtu akcií společnosti. *Celková velikost IPO* činila cca 5,577 mld. Kč, tj. 174,898 mil. EUR, a hrubý výnos společnosti cca 2,099 mld. Kč, tj. 65,851 mil. EUR.¹²⁵ Poptávka investorů po akciích společnosti během její IPO převýšila přibližně pětkrát jejich nabídku.

Celkové přímé náklady prvotní veřejné nabídky akcií společnosti Zentiva činily cca 6,6 % z objemu emise. Největší část těchto nákladů představovaly poplatky upisovatelům, které činily 4 % z objemu emise. Zbývající část přímých nákladů, tedy cca 2,6 %, tvořily poplatky právním poradcům a finančním auditorům, dále pak náklady na marketing a interní náklady společnosti. *Čistý výnos společnosti*, který byl použit zejména na snížení jejího zadlužení a další akvizice, představoval dle provedených výpočtů cca 1,871 mld. Kč. *Nepřímý náklad IPO*, který je spojen s tzv. „podhodnocením“ emisního kurzu akcií činil cca 4,02 % z objemu emise.

Po více než dvou letech od uskutečnění IPO Zentivy byly na pražské burze v prosinci roku 2006 realizovány další dvě prvotní veřejné nabídky akcií. První z nich uskutečnila společnost *ECM Real Estate Investments, A.G.* (dále jen ECM). Jedná se o holdingovou společnost skupiny zabývající se developerskou a investiční činností v oblasti nemovitostí. Hlavní činností skupiny ECM je projektování a výstavba komerčních a rezidenčních nemovitostí se zaměřením na trhy České republiky a Ruska. Společnost ECM také investuje do nemovitostí a zabývá se *facility managementem* komerčních a rezidenčních nemovitostí v České republice. V roce 2005 společnost otevřela svou kancelář v Moskvě, a vstoupila tak na ruský trh, v současné době se snaží o rozšíření svých aktivit i do jiných zemí střední a východní Evropy. Společnost ECM investuje do různých segmentů v oblasti nemovitostí, včetně

¹²⁴ Jednalo se o společnosti Warburg Pincus Ventures International, L.P., Warburg Pincus Ventures, L.P. a Warburg Pincus Equity Partners, L.P.

¹²⁵ Přepočten z Kč na EUR byl proveden dle kurzu ČNB k datu uskutečnění IPO.

kancelářských prostor, maloobchodu, hotelů a rezidenčních staveb, a zvažuje investice do skladovacích (logistických) prostor a výrobních prostor pro lehký průmysl.

Akcie společnosti ECM byly v prosinci roku 2006 přijaty k obchodování na hlavním trhu pražské burzy. Cílem prvotní veřejné nabídky akcií společnosti ECM bylo:

- získání peněžních prostředků na financování svých projektů,
- refinancování části dluhu,
- financování odložených plateb za zpětné odkoupení 18 % svého základního kapitálu,
- umožnění současnému akcionáři společnosti prodat část svého podílu ve společnosti.

IPO byla uskutečněna formou kombinované nabídky, která se skládala z veřejné nabídky akcií retailovým investorům v České republice a z přímé nabídky akcií vybraným institucionálním investorům mimo území Spojených států amerických. Hlavní údaje o IPO společnosti ECM jsou uvedeny v následující tabulce.

Datum uskutečnění IPO		7.12.2006	
Počet akcií před IPO (ks)		2 460 000	
Struktura IPO		nabídka	úpis
	<i>primární akcie (ks)</i>	1 275 000	1 275 000
	<i>opce navýšení (ks)</i>	127 500	127 500
	<i>sekundární akcie (ks)</i>	315 030	315 030
	<i>opce navýšení (ks)</i>	0	0
celkový počet akcií (ks)		1 717 530	1 717 530
Počet akcií po IPO (ks)		3 862 500	
Free float (rozptyl akcií)		44,47%	
Struktura investorů			
	<i>institucionální investoři</i>	90%	
	<i>retailový investoři</i>	10%	
Emisní kurz (€/akcie)		47,00	
Velikost emise (€)		80 723 910	
Hrubý výnos společnosti (€)		65 917 500	
Náklady IPO		€	% z emise
	<i>poplatky upisovatelům</i>	4 036 196	5,00
	<i>ostatní přímé náklady</i>	1 500 000	1,86
celkové přímé náklady		5 536 196	6,86
Čistý výnos společnosti (€)		61 119 875	
Závěrečný kurz 1. dne obchodování (€/akcie)		52,50	
Underpricing		11,70%	

Tabulka 5-8: Hlavní charakteristiky IPO společnosti ECM [Zdroj: Vlastní zpracování]

Jak vyplývá z předchozí tabulky, společnost ECM, podobně jako Zentiva, realizovala na pražské burze tzv. **kombinovanou IPO**. Vzhledem k tomu, že podíl primárních akcií na jejich celkové nabídce činil přes 80 %, lze konstatovat, že hlavním cílem IPO společnosti ECM bylo **získat potřebné finanční zdroje na realizaci svých projektů a snížení zadlužení**.

Prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií bylo veřejnosti, kterou z 90 % představovali institucionální investoři a z 10 % investoři retailoví, nabídnuto přes 44 % základního kapitálu společnosti. **Celková velikost IPO** činila cca 80,7 mil. EUR a hrubý výnos společnosti cca 65,9 mil. EUR. Poptávka po akciích společnosti ECM byla velmi vysoká. Dle manažera emise, České spořitelny, a.s., překročila poptávka po akciích jejich nabídku sedmkrát u retailových investorů a čtyřikrát u investorů institucionálních.

Hlavní část přímých nákladů IPO představovaly poplatky upisovatelům, jejichž výše činila 5 % z objemu emise. Ostatní přímé náklady byly dle provedených výpočtů odhadnuty na výši cca 1,86 % z velikosti emise. **Celkové přímé náklady** spojené s prvotní veřejnou nabídkou akcií společnosti ECM tak představují cca 6,86 % z objemu emise. Toto číslo a na základě něj provedené další výpočty je však nutné brát jako orientační, neboť přesnou výši ostatních přímých nákladů spojených s IPO si společnost ECM nepřála zveřejnit. Čistý výnos společnosti, který byl použit na její rozvoj, činil cca 61 mil. EUR. **Nepřímý náklad IPO**, tzv. *underpricing* („podhodnocení“ emisního kurzu akcií) byl, v porovnání s ostatními IPO realizovaných na českém kapitálovém trhu, relativně vysoký, neboť činil cca 11,7 % z objemu emise.

Dalším úspěšným emitentem, který na český kapitálový trh vstoupil téměř souběžně se společností ECM, byla společnost **Pegas Nonwovens, S.A.** (dále jen Pegas). Pegas je jedním z předních evropských výrobců netkaných textilií používaných zejména na trhu osobních hygienických výrobků. Pegas dodává svým zákazníkům textilie na bázi polypropylenu a polyethylenu pro účely výroby jednorázových hygienických produktů (jako jsou dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých a dámské hygienické výrobky) a dále, v menší míře, do stavebnictví, zemědělství a lékařských aplikací. Skupina Pegas zahrnuje mateřskou společnost v Lucembursku, holdingovou společnost v České republice a čtyři provozní společnosti v České republice.

Akcie společnosti Pegas byly v prosinci roku 2006 přijaty k obchodování na pražské a varšavské burze cenných papírů. Cílem prvotní veřejné nabídky akcií bylo:

- získání peněžních prostředků na snížení úvěrového portfolia společnosti a na úhradu prioritních kapitálových certifikátů,
- odprodej části akcií, které byly v držení fondu rizikového kapitálu.

Akcie společnosti Pegas byly nabízeny formou veřejné nabídky retailovým a institucionálním investorům v České republice a v Polsku a dále formou neveřejné nabídky vybraným mezinárodním institucionálním investorům mimo Spojené státy americké. Hlavní údaje o IPO společnosti Pegas jsou uvedeny v následující tabulce.

Datum uskutečnění IPO		18.12.2006	
Počet akcií před IPO (ks)		7 419 400	
Struktura IPO		nabídka	úpis
	<i>primární akcie (ks)</i>	2 020 000	1 810 000
	<i>opce navýšení (ks)</i>	0	0
	<i>sekundární akcie (ks)</i>	2 575 000	2 575 000
	<i>opce navýšení (ks)</i>	689 250	657 750
celkový počet akcií (ks)		5 284 250	5 042 750
Počet akcií po IPO (ks)		9 229 400	
Free float (rozptyl akcií)		54,64%	
Struktura investorů			
	<i>institucionální investoři</i>	90%	
	<i>retailový investoři</i>	10%	
Emisní kurz (€/akcie)		27,00	
Velikost emise (€)		136 154 250	
Hrubý výnos společnosti (€)		48 870 000	
Náklady IPO		€	% z emise
	<i>poplatky upisovatelům</i>	4 766 000	3,50
	<i>ostatní přímé náklady</i>	5 150 000	3,78
celkové přímé náklady		9 916 000	7,28
Čistý výnos společnosti (€)		42 000 000	
Závěrečný kurz 1. dne obchodování (€/akcie)		28,22	
Underpricing		4,53%	

Tabulka 5-9: Hlavní charakteristiky IPO společnosti Pegas [Zdroj: Vlastní zpracování]

Z uvedené tabulky je zřejmé, že společnost Pegas realizovala, podobně jako předchozí emitenti, *kombinovanou IPO*. Investorům byly nabízeny převážně sekundární akcie, které byly vydané před IPO. Jejich podíl na celkovém počtu všech nabízených akcií činil přes 64 %. Na základě této skutečnosti lze konstatovat, že hlavním cílem IPO společnosti Pegas byl *prodej akcií, které byly v držení majoritního vlastníka společnosti, fondu rizikového*

*kapitálu*¹²⁶. Finanční prostředky získané prodejem primárních akcií pak byly společností využity ke snížení jejího zadlužení.

Prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií bylo veřejnosti, kterou z 90 % představovaly institucionální investoři a z 10 % investoři retailoví, nabídnuto přes 54 % základního kapitálu společnosti, což představuje doposud největší hodnotu tzv. *free floatu* u IPO realizovaných na českém kapitálovém trhu. **Celková velikost IPO** činila přes 136 mil. EUR a hrubý výnos společnosti cca 48,87 mil. EUR. Poptávka investorů po akciích společnosti během její IPO převýšila přibližně čtyřikrát jejich nabídku.

Hlavní část přímých nákladů IPO představovaly, podobně jako v případě předchozích prvotních veřejných nabídek, poplatky upisovatelům. Jejich výše činila 3,5 % z objemu emise. Ostatní přímé náklady byly dle provedených výpočtů odhadnuty na výši cca 3,78 % z velikosti emise. **Celkové přímé náklady** prvotní veřejné nabídky akcií společnosti Pegas tak činily cca 7,28 % z objemu emise. Stejně jako u předchozího emitenta je toto číslo a na jeho základě provedené další výpočty nutné brát pouze jako orientační. Přesnou výši ostatních přímých nákladů spojených s IPO si společnost Pegas nepřála zveřejnit. Čistý výnos společnosti, který byl použit zejména na snížení jejího zadlužení, činil cca 42 mil. EUR. **Nepřímý náklad IPO**, který je spojen s tzv. „podhodnocením“ emisního kurzu akcií, činil cca 4,53 % z objemu emise.

K datu zpracování této práce¹²⁷ představuje poslední společnost, která na českém kapitálovém trhu uskutečnila IPO, **AAA Auto Group, N.V.** (dále jen AAA Auto). Tato společnost představuje jednoho z největších maloobchodních prodejců motorových vozidel a zprostředkovatelů finančních služeb se zaměřením na motorová vozidla na trzích střední a východní Evropy. Společnost nakupuje, opravuje a prodává použitá motorová vozidla a současně zajišťuje pro nákupy motorových vozidel financování prostřednictvím úvěrujících institucí. Společnost dále nabízí svým zákazníkům rozsáhlý sortiment automobilových produktů a souvisejících služeb, např. příslušenství motorových vozidel nebo jejich registraci. V některých pobočkách AAA Auto byl také zahájen prodej nových vozidel. Podnikatelská činnost společnosti je uskutečňována především v České republice, dále také na Slovensku, v Maďarsku, v Polsku a v Rumunsku.

¹²⁶ Jednalo se o fond rizikového kapitálu Pamplona Capital Partners I, LP, jehož správcem byla Pamplona Capital Management, LLP, se sídlem v Londýně.

¹²⁷ 1. 11. 2007

Akcie společnosti AAA Auto byly v září roku 2007 přijaty k obchodování na pražské a budapešťské burze. Cílem prvotní veřejné nabídky akcií společnosti AAA Auto bylo:

- získání peněžních prostředků k financování celkového rozvoje hlavní podnikatelské činnosti společnosti,
- snížení zůstatku úvěru k financování provozního kapitálu, který byl použit k financování vozového parku,
- částečné splacení zůstatku akcionářské půjčky.

IPO společnosti AAA Auto byla uskutečněna prostřednictvím veřejné nabídky akcií v České republice a v Maďarsku retailovým investorům, a mezinárodního neveřejného umístění vybraným institucionálním investorům v určitých státech mimo Českou republiku a Maďarsko. Hlavní údaje o IPO společnosti AAA Auto jsou uvedeny v následující tabulce.

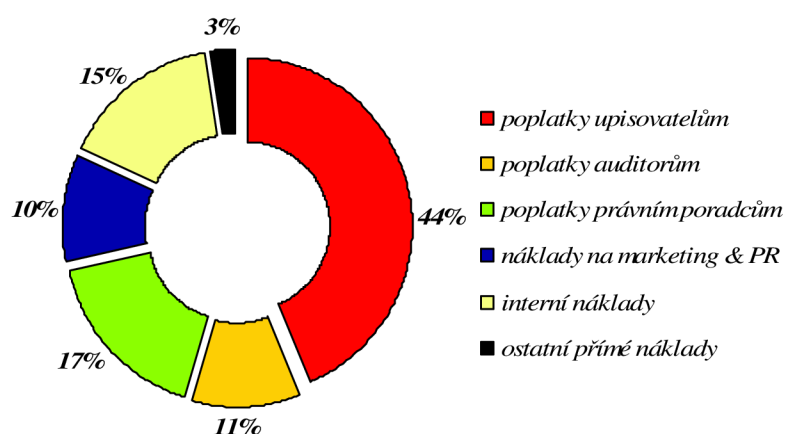
Datum uskutečnění IPO	24.9.2007	
Počet akcií před IPO (ks)	50 000 000	
Struktura IPO	nabídka	úpis
<i>primární akcie (ks)</i>	17 757 875	17 757 875
<i>opce navýšení (ks)</i>	1 775 788	0
<i>sekundární akcie (ks)</i>	0	0
<i>opce navýšení (ks)</i>	0	0
celkový počet akcií (ks)	19 533 663	17 757 875
Počet akcií po IPO (ks)	67 757 875	
Free float (rozptyl akcií)	26,21%	
Struktura investorů		
<i>institucionální investoři</i>	61%	
<i>retailový investoři</i>	39%	
Emisní kurz (€/akcie)	2,00	
Velikost emise (€)	35 515 750	
Hrubý výnos společnosti (€)	35 515 750	
Náklady IPO (€)	€	% z emise
<i>poplatky upisovatelům</i>	1 052 379	2,96
<i>poplatky auditorům</i>	256 448	0,72
<i>poplatky právním poradcům</i>	411 709	1,16
<i>náklady na marketing & PR</i>	244 713	0,69
<i>interní náklady</i>	371 535	1,05
<i>ostatní přímé náklady</i>	63 216	0,18
celkové přímé náklady	2 400 000	6,76
Čistý výnos společnosti (€)	33 115 750	
Závěrečný kurz 1. dne obchodování (€/akcie)	2,001	
Underpricing	0,05%	

Tabulka 5-10: Hlavní charakteristiky IPO společnosti AAA Auto [Zdroj: Vlastní zpracování]

Z předchozí tabulky je zřejmé, že společnost AAA Auto uskutečnila tzv. **IPO primárních akcií**, neboť investorům nabízela pouze nově emitované akcie. Hlavním cílem společnosti bylo **získání dalších finančních zdrojů pro svůj rozvoj** a, narozdíl od dříve uskutečněných prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, sekundární akcie nebyly součástí IPO. Z toho vyplývá, že dosavadní akcionář AAA Auto nevyužil IPO k prodeji svého obchodního podílu ve společnosti.

Prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií bylo veřejnosti, kterou z 61 % představovaly institucionální investoři a z 39 % investoři retailoví, nabídnuto cca 26,21 % základního kapitálu společnosti. **Celková velikost IPO** činila cca 35,5 mil. EUR. Tato částka zároveň představovala hrubý výnos společnosti. Poptávka investorů po akciích společnosti během její IPO převýšila přibližně dvakrát jejich nabídku.

Celkové přímé náklady prvotní veřejné nabídky akcií společnosti AAA Auto činily cca 6,76 % z objemu emise. Jejich procentuelní rozložení je uvedeno v následujícím grafu. Z něho je zřejmé, že největší nákladovou položku činily poplatky upisovatelům (2,96 % z objemu emise), dále pak poplatky právním poradcům (1,16 % z objemu emise), interní a personální náklady spojené s IPO (1,05 % z objemu emise), poplatky auditorům (0,72 % z objemu emise), náklady na marketing a *public relations* (0,69 % z objemu emise). Ostatní přímé náklady IPO činily cca 0,18 % z objemu emise.



Graf 5-7: Procentuelní rozložení přímých nákladů IPO společnosti AAA Auto [Zdroj: Vlastní zpracování]

Čistý výnos společnosti, který byl použit zejména na její další rozvoj, představoval cca 33,1 mil. EUR. **Nepřímý náklad IPO**, spojený s tzv. „podhodnocením“ emisního kurzu akcií, činil cca 0,05 % z objemu emise.

Na základě provedené analýzy prvotních veřejných nabídek akcií, které byly realizovány na českém kapitálovém trhu, lze konstatovat, že:

- IPO uskutečnily výhradně **nadnárodní podniky holdingového typu**, které provozují svoji podnikatelskou činnost na území České republiky, jejich mateřská společnost však má sídlo v zahraničí, a to v zemi, ve které jsou společnosti zvyklé využívat kapitálový trh pro získání potřebných finančních zdrojů,
- IPO byla většinou realizována formou **duální kotace akcií** na tuzemském a zahraničním burzovním trhu,
- většina prvotních veřejných nabídek akcií měla charakter **kombinované IPO**, v rámci které byly investorům nabídnuty jak primární, tak sekundární akcie. Nabídka **sekundárních akcií** byla převážně spojena s vystoupením fondu rizikového kapitálu ze společnosti a se zhodnocením jeho investice formou prodeje akcií na burzovním trhu. Peněžní prostředky získané prodejem **primárních akcií** byly využity k rozvoji emitující společnosti a splacení jejích dluhů,
- **institucionální investoři** tvořili hlavní skupinu investorů a většinou pocházeli ze zemí Evropské unie. Jejich zájem obvykle převýšil množství nabízených akcií v takovém rozsahu, který umožnil manažerovi emise uplatnit **opci na úpis dalších akcií**,
- **množství akcií**, které byly v rámci IPO, včetně uplatnění opce na úpis dalších akcií, investorům nabídnuty většinou nepřesahovalo 50 % základního kapitálu společnosti,
- **celkové přímé náklady IPO** činily cca 6,6 – 7,3 % z objemu emise. Největší nákladovou položku představovaly poplatky manažerovi emise, které se pohybovaly v rozmezí 2,96 – 5,0 % z objemu emise,
- nelze učinit jednoznačný závěr ohledně výše podhodnocení emisní kurzu akcií, který je označován za **nepřímý náklad IPO**.

5.5.2 KVALITATIVNÍ VÝZKUM EMITUJÍCÍCH SPOLEČNOSTÍ

V této kapitole jsou představeny výsledky kvalitativního výzkumu, který byl realizován formou osobního setkání s finančními řediteli zkoumaných podniků. Na základě průvodního dopisu, který je součástí příloh této práce, byli osloveni všichni emitenti, kteří dosud¹²⁸ na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze, uskutečnili prvotní veřejnou nabídku akcií.

¹²⁸ Stav k 1. 11. 2007.

Setkání se uskutečnilo se třemi emitenty, kteří mi formou strukturovaného rozhovoru sdělili své přístupy, poznatky a zkušenosti k této formě financování. Vzhledem k tomu, že zkoumané podniky si nepřály, aby byl v této souvislosti uveden i jejich název, jsou výsledky formulovány obecně, bez uvedení, ke kterému podniku se vztahují.

Zkoumané podniky se shodují na tom, že vstup na kapitálový trh formou IPO je velmi náročný proces, kterému předchází několikaměsíční příprava, během které je nutné připravit společnost na splnění všech podmínek, které jsou kladeny na ty společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejných kapitálových trzích. Je nezbytné zajistit, aby společnost měla implementovány Mezinárodní standardy účetního výkaznictví, zaměřila se na hlavní předmět podnikání (angl. *core business*), měla transparentní vlastnické vztahy a manažerskou strukturu zaměřenou na růst hodnoty podniku.

Názor jednoho z podniků spočívá v tom, že v případě rozhodování o realizaci IPO by si potenciální emitenti měli nejprve uvědomit veškeré nevýhody, které jsou s IPO spojeny. Teprve poté, co jsou ochotni je akceptovat, je možné přistoupit k analýze výhod spojených s touto formou financování a učinit rozhodnutí o uskutečnění IPO.

Pokud jde o finanční nevýhody spojené s IPO, zkoumané podniky se shodují na tom, že prvotní veřejná nabídka akcií je spojena s vysokými výdaji za externí poradce, za interní lidské zdroje a za procesy ve firmě. Emitenti zdůrazňují, že celkové náklady na IPO, které jsou obvykle vyjádřeny procentuelně z objemu emise, nepředstavují jednorázově vynaloženou odměnu za získání potřebných finančních zdrojů, jako je tomu v případě úvěrového financování. Náklady na IPO zahrnují poplatky manažerovi emise, právním poradcům a finančním auditorům, dále pak poplatky za přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu, poplatky regulatorním orgánům, náklady spojené s prezentací IPO investorům, včetně tzv. *road show*. Další výdaje je nutné vynaložit na zavedení nových procesů v podniku, které jsou spojeny zejména s plněním pravidelné informační povinnosti stanovené pro společnosti, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu.

Vzhledem k tomu, že vstup na kapitálový trh vyžaduje absolutní transparentnost současných i minulých informací o činnosti společnosti, zkoumané podniky shodně udávají, že jejich management věnoval většinu času přípravě IPO, což se do určité míry projevilo i ve zpomalení dosud se rozvíjejících podnikatelských aktivit společnosti. Je nutné si uvědomit, že IPO představuje retrospektivní zhodnocení činnosti společnosti a její důkladné prověření

právníky a finančními auditory. Pro uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií je proto nutné mít právní a účetní jistotu u všech podniků, které jsou součástí skupiny emitující společnosti.

Zkoumané podniky udávají, že další náročnou činností v procesu IPO je vytvoření prospektu, ve kterém je popsána jak minulost a současnost emitující společnosti, tak i nastíněna její budoucnost. Je nutné si uvědomit, že veškeré údaje, které jsou v prospektu uvedeny musí být založeny na prokazatelných skutečnostech. Po vytvoření tohoto dokumentu je nezbytné zajistit jeho prezentaci investorům, a proto je nutné vytvořit nové oddělení pro styk s investory a připravit se na tzv. *road show*, tj. osobní setkání s potenciálními investory, zejména institucionálního charakteru.

Pokud jsou potenciální emitenti ochotni akceptovat uvedené nevýhody a splnit všechny nezbytné předpoklady pro IPO, je možné přistoupit k výhodám, které jsou s IPO spojeny a představují hlavní důvody pro rozhodnutí o její realizaci.

Emitující společnosti, v souladu s uvedenými teoretickými přístupy k IPO, uvedly, že jedním z hlavních důvodů pro její realizaci bylo získání potřebného kapitálu bez nutnosti jeho splácení. To jim umožnilo optimalizovat kapitálovou strukturu a snížit náklady na získání dalšího kapitálu, zejména dluhového charakteru. Společnosti přikládají velkou váhu skutečnosti, že úspěšná realizace IPO zvýšila jejich důvěryhodnost u bankovních institucí, které jim nabídly výhodnější úvěrové podmínky, včetně nižší úrokové sazby, než v období před uskutečněním IPO.

Významný podnět k uskutečnění IPO pocházel od vlastníka zkoumaných podniků, tj. fondu rizikového kapitálu, který IPO využil k ukončení a zhodnocení své investice. Podniky udávají, že v tomto případě bylo přijetí akcií k veřejnému obchodování na burzovních trzích jejich dlouhodobým cílem, na který se postupně připravovaly.

Za další důvod pro realizaci IPO, který však v odborné literatuře není tak často zdůrazňován, byla uvedena skutečnost, že přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu je jedním z atributů úspěšné činnosti společnosti a jejího managementu. Se vstupem společnosti na kapitálový trh je spojena zvýšená publicita společnosti a přímá či nepřímá znalost nabídky jejích produktů a služeb, což má v konečném důsledku pozitivní dopad na její reputaci a *goodwill*. Na společnosti, s jejichž akciemi se obchoduje na burze cenných papírů, je obvykle

pohlíženo jako na jedny z nejziskovějších a nejúspěšnějších společností v oboru, ve kterém působí.

Zkoumané podniky uvedly, že hlavním důvodem pro uskutečnění IPO právě na českém kapitálovém trhu byla skutečnost, že Česká republika představuje hlavní trh pro realizaci jejich podnikatelské činnosti, a dále také tržní příležitost, která souvisela s nízkým počtem IPO na českém kapitálovém trhu.

Doba realizační fáze IPO byla uvedena v délce přibližně čtyř měsíců. Za její nejnáročnější část bylo označeno právní prověření společnosti a předložení finančních výkazů v souladu s Mezinárodními standardy účetního výkaznictví.

Zkoumané podniky se shodly na tom, že vstup na kapitálový trh formou IPO by měl být součástí přirozeného vývoje podniku a neměl by být vnímán pouze jako alternativní zdroj pro získání potřebných peněžních prostředků na určitou investici. Při rozhodování o realizaci IPO také není možné brát v úvahu pouze finanční kritéria, neboť vstup společnosti na kapitálový trh je, v porovnání s jinými formami financování, nezvratný proces, na který musí být společnost dlouhodobě připravena.

5.6 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ ZKOUMANÉ PROBLEMATIKY A NASTÍNĚNÍ PERSPEKTIV JEJÍHO VÝVOJE

Prvotní veřejné nabídky akcií představují na rozvinutých kapitálových trzích jednu z možností získání potřebného kapitálu pro rozvoj společnosti. Financování touto formou je významné nejen pro samotné akciové společnosti, pro které představuje alternativu zejména k dluhovému financování, ale také pro další rozvoj kapitálového trhu jako celku. Prostřednictvím prvotních veřejných nabídek akcií je totiž naplňována jedna ze základních funkcí kapitálového trhu – alokační funkce.

Ze zkoumání stavu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice vyplývá, že v podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financovat rozvoj firmy touto formou, která souvisí s jejím vstupem na kapitálový trh. Porovnáme-li tuto situaci se stavem prvotních veřejných nabídek akcií na zahraničních trzích, je nutné konstatovat, že český kapitálový trh vykazuje v tomto smyslu anomálii, a to nejen ve vztahu ke kapitálovým

trhům vyspělých zemí, mezi které patří například Spojené státy americké nebo Japonsko, ale i ve vztahu k trhům střední a východní Evropy.

Výsledky výzkumu příčin nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice ukazují, že zvolený způsob privatizace státního majetku měl negativní vliv na vývoj českého kapitálového trhu jakožto místa, kde mohou společnosti získat potřebné finanční zdroje prostřednictvím emise majetkových či dluhových cenných papírů. České podniky nezačaly vnímat kapitálový trh jako zdroj financování svého dalšího rozvoje a pro drobné investory se nestal jednou z alternativ pro zhodnocení svých dočasně volných peněžních prostředků.

V minulosti byly za hlavní příčinu dlouhodobě nízkého stavu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice považovány zejména nepříznivé podmínky dané legislativou a institucionálním prostředím. Z výsledků analýzy legislativních překážek pro realizaci IPO však vyplývá, že v posledních letech byla učiněna celá řada kroků, které směřovaly k přiblížení českého kapitálového trhu, alespoň z formálního hlediska, evropským standardům. Byly přijaty zákony, které na kapitálovém trhu vymezují prostor a pravidla pro podnikatelské aktivity jeho jednotlivých subjektů, byl vytvořen nezávislý orgán dohlížející na transparentnost trhu a dodržování stanovených pravidel, existují i nezbytné institucionální a technické předpoklady pro obchodování s cennými papíry.

Výzkum prokazuje, že v současné době jsou již všechny nejvýznamnější legislativní bariéry, jakož i bariéry ekonomické, které byly v minulosti považovány za další příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu, odstraněny. Hlavní příčiny stále nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice proto bylo nutné hledat v další skupině překážek zvýšení jejich počtu, tj. na straně potenciálních emitentů. Se zřetelem na tuto skutečnost byl proveden primární výzkum v českých podnicích, který byl zaměřen na poznání příčin jejich nízkého zájmu o financování své činnosti prostřednictvím IPO.

Výsledky primárního výzkumu ukazují, že většina dotázaných podniků ani v současné době nepovažuje český kapitálový trh za potenciální zdroj pro financování svého rozvoje. Přestože většina zkoumaných podniků je přesvědčena o tom, že jejich management je dostatečně informován o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu, přistoupilo jen několik málo podniků ve své historii k pokročilým jednáním o realizaci IPO. Všechna pak vedla k zamítnutí této formy financování.

Provedený výzkum prokázal, že nízký zájem českých podniků o financování svého rozvoje prostřednictvím IPO souvisí s preferencí dluhového financování, a to zejména prostřednictvím bankovních úvěrů. Jejich získání je obecně vnímáno jako snazší a výhodnější než získání kapitálu prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Za další významný faktor, který hraje roli při rozhodování o IPO v českém prostředí, lze považovat obavu z možné ztráty či omezení kontroly nad společností v důsledku vydání nových akcií. Výsledky výzkumu naznačují, že tento argument proti IPO částečně souvisí také s tím, že činnost společnosti, zejména jejího managementu, bude po realizaci IPO mnohem podrobněji a více kriticky sledována veřejností. Negativní postoj k prvotní veřejné nabídce akcií tak může být spojen i s obavou managementu z „veřejné kontroly“ své činnosti, která musí být v případě vstupu společnosti na kapitálový trh zcela transparentní.

Další důvody nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO souvisí s jejich malou zkušeností s touto formou financování a také s neochotou přistoupit na povinnost pravidelného zveřejňování informací o své činnosti. Tento postoj tak částečně podporuje i výše uvedenou hypotézu o obavě managementu z jejich „veřejné kontroly“. Časovou a organizační náročnost celého procesu, nespokojenost s vysokými náklady na manažera emise a na ostatní poradenské firmy a v neposlední řadě také obavy z případného veřejného neúspěchu, který by mohl mít negativní dopad na společnost, považují dotazované podniky za další překážky, které jim brání v realizaci IPO.

Z výše uvedených důvodů je celý proces prvotní veřejné nabídky akcií považován za rizikovější záležitost než využití alternativních zdrojů financování společnosti, což přímo souvisí s jeho nízkou popularitou na českém kapitálovém trhu.

Z výsledků analýzy prvotních veřejných nabídek akcií, které byly realizovány na českém kapitálovém trhu, vyplývá, že IPO uskutečnily výhradně nadnárodní podniky holdingového typu, které provozují svoji podnikatelskou činnost na území České republiky, jejich mateřská společnost však má sídlo v zahraničí, a to v zemi, ve které jsou společnosti zvyklé využívat kapitálového trhu pro získání potřebných finančních zdrojů. Bylo zjištěno, že většina prvotních veřejných nabídek akcií měla charakter kombinované IPO, v rámci které byly investorům nabídnuty jak primární, tak sekundární akcie. Peněžní zdroje získané prodejem nově emitovaných akcií byly využity zejména k dalšímu rozvoji emitujících společností a ke splacení jejich dluhů. Nabídka sekundárních akcií byla převážně spojena s ukončením a

zhodnocením investice fondu rizikového kapitálu. Celkové množství akcií nabízených v rámci IPO ve většině případů nepřesahovalo 50 % základního kapitálu společnosti.

Na základě provedených výpočtů bylo zjištěno, že celkové přímé náklady IPO se na českém kapitálovém trhu pohybují v rozmezí 6,6 – 7,3 % z objemu emise. Největší nákladovou položku představuje odměna manažerovi emise. Její výše u realizovaných IPO činila 2,96 – 5,0 % z objemu emise. Tyto údaje byly potvrzeny jednotlivými emitujícími společnostmi, které se staly předmětem kvalitativního výzkumu. Jeho cílem bylo poznání přístupů, názorů a zkušeností podniků, které uskutečnily IPO v České republice.

Emitující podniky se shodují na tom, že vstup na kapitálový trh formou IPO je velmi náročný proces, kterému předchází několikaměsíční příprava, během které je nutné společnost připravit na splnění všech podmínek, které jsou kladené na společnosti s jejímiž cennými papíry se veřejně obchoduje na kapitálových trzích. Tato skutečnost však byla převýšena výhodami, které financování prostřednictvím IPO poskytuje, a proto se zkoumané podniky rozhodly pro její realizaci.

Za hlavní důvod pro financování formou IPO bylo označeno získání potřebného kapitálu bez nutnosti jeho splacení a optimalizace kapitálové struktury, která podnikům umožnila snížit náklady na získání dalšího kapitálu, zejména dluhového charakteru. Významný podnět k realizaci IPO pocházel u zkoumaných podniků od jejich majoritního akcionáře. V tomto případě byly emitující společnosti dlouhodobě připravovány pro vstup na kapitálový trh, který souvisel s ukončením a zhodnocením investice fondu rizikového kapitálu. Marketingové důvody, které souvisí se zvýšením znalosti produktů a služeb společností, s jejichž akciemi se obchoduje na veřejném trhu, a měřítko úspěšné činnosti společnosti a jejího managementu patřily k dalším skutečnostem, které zkoumané podniky přiměly ke vstupu na veřejný kapitálový trh.

Z výsledků výzkumu dále vyplývá, že typicky česká akciová společnost, ve smyslu její vlastnické struktury, IPO dosud na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze, neuskutečnila. Jedna z prvních takových společností by dle mého názoru mohla pocházet z řady těch, u kterých se v současné době uvažuje o privatizaci prostřednictvím kapitálového trhu.

V současné době již neexistují žádné legislativní ani obecně ekonomické bariéry, které byly v minulosti označovány za významné překážky pro realizaci IPO v českých podmínkách. Záleží tedy zejména na přístupu jednotlivých společností k této formě financování a na posouzení nejen všech negativ, ale i pozitiv, které jsou s IPO spojeny. Domnívám se, že nedůvěra v český kapitálový trh postupně vymizí a přední české společnosti se brzy odpoutají od velké závislosti na úvěrovém financování a budou postupně vstupovat na český kapitálový trh prostřednictvím IPO. Je vhodné si uvědomit, že stejným způsobem, jakým podniky diversifikují svá aktiva, by měly využívat i vícezdrojového financování. To jim umožní vyvažovat nevýhody dluhového financování společně s omezenou tvorbou interních zdrojů s výhodami, které IPO poskytuje.

Věřím, že zájem českých společností o realizaci IPO se v nejbližší době zvýší a pro ty společnosti, které splňují nezbytné předpoklady pro její úspěšné uskutečnění, se tato forma financování stane skutečnou alternativou k již tradičnímu způsobu získávání finančních prostředků prostřednictvím bankovního úvěru. Jsem přesvědčen, že český kapitálový trh je ve střednědobém horizontu schopen přijmout přibližně pět nových emisí ročně, v dlouhodobém horizontu by pak mohla být tato hranice překročena. V blízké budoucnosti lze tedy očekávat postupně se zvyšující zájem českých podniků o financování prostřednictvím IPO a s tím související nárůst veřejně obchodovatelných firem na českém kapitálovém trhu.

6 Přínosy disertační práce

Přínosy disertační práce spočívají v naplnění stanovených cílů a lze je formulovat jak v rovině teoretické, tak v rovině praktické. Vzhledem ke skutečnosti, že praxe nemůže existovat bez teorie, je třeba zdůraznit vzájemnou provázanost obou přínosů. Na základě jejich průniku je pak možné formulovat nové poznatky, které lze využít v pedagogickém procesu.

6.1 PŘÍNOS PRO NOVÉ VĚDECKÉ POZNÁNÍ

Vzhledem k tomu, že v současné době není financování prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií českými podniky téměř vůbec využíváno, hlavní přínos své výzkumné činnosti, potažmo disertační práce, v rovině nového vědeckého poznání spatřuji v provedení komplexní analýzy příčin nízkého počtu IPO na českém kapitálovém trhu. Tím bylo prohloubeno

současné vědecké poznání v této oblasti. Důraz byl kladen na zjištění všech hlavních bariér získávání finančních prostředků formou prvotních veřejných nabídek akcií v České republice. Za tímto účelem byl proveden i primární výzkum kvantitativního charakteru, který byl zaměřen na problematiku IPO z pohledu českých podniků. Předpokládá se, že výsledky tohoto výzkumu budou publikovány jak na tuzemských, tak na zahraničních vědeckých konferencích.

Za další přínosy pro nové vědecké poznání lze považovat:

- vymezení pojmu „*Initial Public Offering*“ a návrh jeho českého ekvivalentu,
- analýzu vývoje prvotních veřejných nabídek akcií na zahraničních trzích,
- vysvětlení cyklické povahy prvotních veřejných nabídek akcií,
- vysvětlení specifických fenoménů, které jsou spojeny s prvotními veřejnými nabídkami akcií na rozvinutých trzích, tj. podhodnocení emisního kurzu akcií a dlouhodobě nižší výkonnosti emitentů po realizaci IPO.

6.2 PŘÍNOS PRO PRAXI

Za nejvýznamnější přínosy disertační práce pro praxi lze považovat stanovení předpokladů pro uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií v podmínkách českého kapitálového trhu, návrh postupu, jak by měly podniky při realizaci IPO postupovat, a představení výsledků primárního výzkumu kvalitativního charakteru, který byl zaměřen na poznání přístupů, názorů a zkušeností podniků, které již IPO v České republice realizovaly.

Mezi další přínosy pro praxi patří:

- analýza možností financování rozvoje společnosti v podmínkách soudobého finančního trhu,
- představení nového přístupu ke kapitálové struktuře podniku – teorie načasování trhu (angl. *market timing theory*),
- posouzení výhod, nevýhod a všech významných nákladů spojených s IPO,
- analýza hlavních charakteristik prvotních veřejných nabídek akcií, které se uskutečnily na českém kapitálovém trhu.

6.3 PŘÍNOS PRO PEDAGOGICKOU PRAXI

Předpokládá se, že výsledky disertační práce budou využity v pedagogickém procesu ve formě zpracování odborné literatury (případové studie, odborné publikace) určené studentům vysokých škol ekonomického zaměření i širší odborné veřejnosti. Získané poznatky lze částečně uplatnit i při inovaci výuky předmětů „*Finanční trhy*“¹²⁹ a „*Cenné papíry a burzy*“¹³⁰, příp. jiných předmětů vyučovaných na Fakultě podnikatelské VUT v Brně, které se zabývají problematikou disertační práce. Podklady získané při zpracování disertační práce mohou být využity i při přípravě skript do uvedených předmětů.

7 Náměty k dalšímu výzkumu

V průběhu zpracování disertační práce byly objeveny další možnosti pro pokračování a rozšíření zkoumané oblasti, kterými bych se rád zabýval ve své budoucí výzkumné činnosti. Náměty k dalšímu výzkumu lze v obecném pojetí formulovat v následujících bodech.

- Pokračování v kvalitativním výzkumu emitentů, kteří v budoucnu uskuteční IPO na českém kapitálovém trhu, a na základě získaných poznatků doplnění a rozšíření výsledků analýzy prvotních veřejných nabídek akcií uskutečněných v České republice.
- Výzkum dlouhodobé výkonnosti emitentů po realizaci prvotní veřejné nabídky akcií a její porovnání s tržním benchmarkem, který by obsahoval společnosti se stejnou tržní kapitalizací, a případně stejným poměrem účetní a tržní hodnoty, jako emitující společnosti.
- Výzkum možností financování rozvoje společnosti prostřednictvím další veřejné nabídky akcií, tzv. SEO (angl. *Seasoned Equity Offering*), kterou mohou realizovat společnosti, s jejichž akciemi se již na veřejném kapitálovém trhu obchoduje, tzn. že již uskutečnily IPO. Jedním z cílů výzkumu v této oblasti by mohla být analýza hlavních charakteristik SEO a jejich porovnání s IPO, která jí předcházela.
- Další výzkumné aktivity mohou směřovat do oblasti financování rozvoje společnosti prostřednictvím prvotní veřejné nabídky obligací. Na základě získaných poznatků a

¹²⁹ Tento předmět je na Fakultě podnikatelské VUT v Brně vyučován v zimním semestru třetího ročníku oboru „Daňové poradenství“.

¹³⁰ Tento předmět je na Fakultě podnikatelské VUT v Brně vyučován v zimním semestru čtvrtého ročníku oboru „Podnikové finance a obchod“.

s využitím výsledků této práce je vhodné vytvořit rozhodovací model financování rozvoje společnosti formou veřejné emise akcií nebo obligací.

Výše uvedené náměty považuji za potenciální předmět dalšího výzkumu. Vzhledem k velkému rozsahu uvedené problematiky se domnívám, že je vhodné, aby na dalším výzkumu v této oblasti participovala i některá z ostatních ekonomicky orientovaných fakult vysokých škol v České republice.

8 Závěr

Disertační práce byla zaměřena na problematiku prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu a na získání nových poznatků v této oblasti. V teoretické části práce byly analyzovány základní aspekty, které jsou spojeny s prvotními veřejnými nabídkami akcií na rozvinutých kapitálových trzích. Byl vymezen pojem „*Initial Public Offering*“ a navržen jeho český ekvivalent, posouzeny výhody a nevýhody, které jsou s touto formou financování spojeny a analyzován vývoj prvotních veřejných nabídek akcií na světových trzích. Následovala analýza dvou specifických fenoménů, které jsou spojeny s IPO na rozvinutých trzích. První z nich představuje podhodnocení emisního kurzu akcií při jejich prvotní veřejné nabídce. Bylo zjištěno, že většinou existuje kladný rozdíl mezi kurzem akcií vytvořeným během prvního dne jejich obchodování na sekundárním trhu a emisním kurzem akcií při IPO. Dalším fenoménem spojeným s IPO je dlouhodobě nižší výkonnost emitentů po vstupu na veřejný kapitálový trh. Emitující společnosti mají po uskutečnění IPO obvykle sklon k nižší výkonnosti než ostatní srovnatelné společnosti.

V další části práce byly posouzeny všechny významné náklady spojené s IPO a zjištěna jejich velikost na evropských a amerických trzích. Na základě porovnání hlavních nákladových položek byl učiněn závěr, že realizace IPO je na evropských trzích méně nákladná než na trzích amerických, a to především z důvodu nižších poplatků upisovatelům.

V praktické části práce byly určeny hlavní předpoklady pro úspěšnou realizaci IPO v podmínkách českého kapitálového trhu a dále vymezeny všechny hlavní kroky, které jsou s touto formou financování spojeny. Na základě zjištěných poznatků byl navržen postup při realizaci IPO na českém kapitálovém trhu. V další části práce byly analyzovány příčiny nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice a proveden kvantitativní

výzkum se zaměřením na příčiny nízkého zájmu českých podniků o financování své činnosti prostřednictvím IPO. Dále byly určeny hlavní charakteristiky prvotních veřejných nabídek akcií, které se na českém kapitálovém trhu uskutečnily v jeho novodobé historii, a proveden kvalitativní výzkum, jehož cílem bylo poznání přístupů, názorů a zkušeností podniků, které IPO realizovaly v České republice. V závěrečné části práce byla shrnuta zkoumaná problematika, nastíněny perspektivy jejího dalšího vývoje a formulovány náměty k dalšímu výzkumu.

Na základě výše uvedeného se domnívám, že stanovené cíle disertační práce byly naplněny a její výsledky jsou využitelné jak v rozvoji vědeckého poznání ve zkoumané oblasti, tak i v podnikové praxi nebo pedagogické činnosti na fakultě.

9 Seznam použitých zdrojů

- (1) AAA Auto. *Prospectus* [online]. 2007, [cit. 2007-10-12]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/prospectus/text.html?id=99>.
- (2) Asociace pro kapitálový trh ČR. *Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu*. Praha: AKAT ČR, 2001. 6 s. Dostupné z <http://www.akatcr.cz/webmagazine/articles.asp?ida=42&idk=184>.
- (3) BAKER, M. - WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 2002, Vol. 57, No. 1. ISSN 0022-1082.
- (4) BAKEŠ, M. a kol. *Finanční právo*. 3. vyd. Praha: C.H.Beck, 2003. 750 s. ISBN 80-7179-667-0.
- (5) BARBER, B. M. - ODEAN, T. All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. In *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*, 2006. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=460660>.
- (6) BERGLÖF, E. Corporate Governance in Transitional Economies: The Theory and Its Policy Implications, in Masahiko Aoki and Hyung-Ki Kim (eds.), *Corporate Governance in Transition Economies – Insider Control and The Role of Banks*. The World Bank, 1995.
- (7) BERNHEIM, D. Tax Policy and the Dividend Puzzle. *Rand Journal of Economics*, 1991, Vol. 22, No. 4, p. 455-476. ISSN 0741-6261.
- (8) BINTER, R. - MOUDRÝ, M. *Analýza významu kapitálového trhu pro rozvoj ekonomiky ČR*. Praha: Burza cenných papírů Praha, 2007. 38 s.
- (9) BOEHMER, E. - FISHE, R. *Who ends up short from underwriter short covering? A detailed analysis of IPO price stabilization*. Working Paper, University of Georgia and University of Miami, 2001.

- (10) BOOTH, J. R. - BOOTH, L. C. - DELI, D. *Do Firms Choose to Minimize IPO Underpricing Through Their Choice of Underwriters?* [online]. 2004, [cit. 2007-06-10]. Dostupné z <http://www.fma.org/Chicago/Papers/DoFirmsChoosetoMinimizeIPOUnderpricingThroughTheirChoiceofUnderwriters.pdf>.
- (11) BRAU, J. C. - FAWCETT, S. E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practise. *Journal of Finance*, 2006, Vol. 61, p. 399-436. ISSN 0022-1082.
- (12) BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: EAST PUBLISHING, 1999. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- (13) BRENNAN, M. J. - FRANKS, J. R. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. In *CEPR Discussion Papers*, No. 1211, 1995.
- (14) Burza cenných papírů Praha. *Burzovní pravidla – část III* [online]. [cit. 2007-09-21]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/list.pdf>.
- (15) Burza cenných papírů. *Vše co jste potřebovali vědět o IPO* [online]. 2005, [cit. 2007-08-15]. Dostupné z: http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/IPO/IPO_brozura.pdf.
- (16) BUSSE, F. J. *Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft*. 5. Auflage. Oldenburg Verlag München Wien, 2003. 1092 s. ISBN 3-486-25406-5.
- (17) CARTER, R. B. - MANASTER, S. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, 1990, Vol. 45, No. 4, p. 1045. ISSN 0022-1082.
- (18) DĚDIČ, J. a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha: PROSPEKTUM, 2000. 552 s. ISBN 80-7175-084-0.
- (19) ECM Real. *Prospekt emitenta*. [online]. 2006, [cit. 2007-07-18]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/cs/download/korporatni-dokumenty/prospekt-eminenta-en.pdf>.
- (20) ECM Real. *Výroční zpráva 2006* [online]. 2006, [cit. 2007-07-18]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/cs/download/vyrocní-zprava-2006.pdf>.
- (21) ELLIS, K. - MICHAELY, R. - O'HARA, M. *A Guide to the Initial Public Offering Process* [online]. 1999, [cit. 2007-07-21]. Dostupné z: <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>.
- (22) Ernst & Young. *Globalization: Global IPO Trends Report 2007* [online]. 2007, [cit. 2007-09-18]. Dostupné z: [http://www.ey.com/Global/Assets.nsf/Russia_E/Global_IPO_Trends_Report_Final_Report_v2/\\$file/Global_IPO_Trends_Report_Final_Report_v2.pdf](http://www.ey.com/Global/Assets.nsf/Russia_E/Global_IPO_Trends_Report_Final_Report_v2/$file/Global_IPO_Trends_Report_Final_Report_v2.pdf).
- (23) EVANS, M. H. *Course 13: Going Public* [online]. 2003, [cit. 2007-06-10]. Dostupné z: <http://www.exinfm.com/training/pdf/files/course13.pdf>.
- (24) FALKENSTEIN, E. G. Preferences for Stock Characteristic as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. *Journal of Finance*, 1996, Vol. 51, p. 111-135. ISSN 0022-1082.
- (25) FAMA, E. F. - FRENCH, K. R. Business Conditions and Expected Returns on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 1989, Vol. 25, p. 23-50. ISSN 0304-405X.
- (26) GEIST, B. *Sociologický slovník*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-28-7.

- (27) GEORGEN, M. *Corporate Governance and Financial Performance: A study of German and UK Initial Public Offerings*. Edward Edgar, Cheltenham, U.K. and Northampton, Massachusetts. 1998.
- (28) GIUDICI, G. - PALEARI, S. Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits? An Analysis of the Italian Experience in the 1990s. *European Financial Management*, 2003, Vol. 9, No. 4, p. 513-534. ISSN 1354-7798.
- (29) GIUDICI, G. - VEDOVE, F. D. - RANDONE, P. A. The evolution of Initial Public Offerings in Italy. *BitNotes*, 2005, No. 14, 34 s.
- (30) GRINBLATT, M. - HWANG, C. Y. Signalling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, 1989, Vol. 44, p. 393-420. ISSN 0022-1082.
- (31) HAAN, L. - BIE, T. *Does market timing drive capital structures? A panel data study for Dutch firms*. Amsterdam: Netherlands Central Bank, 2004. 30 s.
- (32) HELMENSTEIN, C. *The Austrian Capital Market – The Growth Reserve*. Institute for Advanced Studies, 2004.
- (33) HOLMSTRÖM, B. - TIROLE, J. Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 1993, Vol. 101, s. 678-709. ISSN 0022-3808.
- (34) HUGGIS, R. *Regional Stock Exchange – A Viable Option for Wales and Other UK Regions?* Robert Huggins Associates, 2003.
- (35) HUYGHEBAERT, N. - VAN HULLE, C. Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, 2006, Vol. 12, s. 296-320. ISSN 0929-1199.
- (36) CHEMMANUR, T. - FULGHIERI, P. *Information production, private equity financing, and the going public decision*. Working Paper, Columbia University, 1995.
- (37) CHOE, H. - MASULIS, R. W. - NANDA, V. Common Stock Offerings Across the Business Cycle. *Journal of Empirical Finance*, 1993, Vol. 1 p. 3-31. ISSN 0927-5398.
- (38) IVANOV, V. - LEWIS, C. M. *The Determinants of Issue Cycles for Initial Public Offerings*. Working Paper, Owen Graduate School of Management, 2003. Dostupné z <http://ssrn.com/abstract=471461>.
- (39) JAGADEESH, N. - EINSTEIN, M. - WELCH, I. An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offering. *Journal of Financial Economics*, 1993, No. 34, p. 153-175. ISSN 0304-405X.
- (40) JANÍČEK, P. - ONDRÁČEK, E. *Řešení problémů modelování*. 1. vyd. Brno: PC-DIR Real, 1998. ISBN 80-124-1233-X.
- (41) JENKINSON, T. - LJUNGQVIST, A. *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2001. 254 s. ISBN 0-19-829599-5.
- (42) JEŽEK, T. a kol. *Jak emitovat akcie a dluhopisy na kapitálovém trhu*. Praha: KCP, 2004. ISBN 80-239-2193-2.
- (43) JÍLEK, J. *Finanční trhy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997. 527 s. ISBN 80-7169-453-3.

- (44) KHURSHED, A. Discussion of Does the Presence of Venture Capitalists Improve the Survival Profile of IPO firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 2000, Vol. 27, No. 9, p. 1177-1183. ISSN 0306-686X.
- (45) KHURSHED, A. - PALEARI, S. - VISMARA, S. *The Operating Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience*. Università di Bergamo, Working Paper, 2005. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=439240>.
- (46) KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- (47) KOBLIHA, I. a kol. *Obchodní zákoník. Komentář*. 1. vyd. Praha: LINDE, 2006. 1560 s. ISBN 80-7201-564-8.
- (48) Komise pro cenné papíry. *Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR*. Praha: KCP, 2001. 22 s.
- (49) Komise pro cenné papíry. *Kodex správy a řízení společností založený na Principech OECD (2004)* [online]. 2004, [cit. 2007-09-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace_zpravy_a_vestnik/Publikace.page?FileId=2340
- (50) Komise pro cenné papíry. *Návrh opatření zlepšujících fungování kapitálového trhu*. Praha: KCP, 2004.
- (51) KONEČNÝ, M. *Podniková ekonomika*. 3. vyd. Brno: PC-DIR, 2001. 254 s. ISBN 80-214-1908-3.
- (52) KOTÁSEK, J. - POKORNÁ, J. - RABAN, P. a kol. *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů*. 4. vyd. Praha: C.H.Beck, 2005. 762 s. ISBN 80-7179-855-X.
- (53) KŘIVONOŽKA, P. - ZIKMUNDOVÁ, H. *Možnosti financování pomocí kapitálového trhu* [online]. 2007, [cit. 2007-08-10]. Dostupné z: www.czechtreasury.cz/new/soubory/CSprezentace2007.ppt.
- (54) KUČERA, J. - RADVAN, E. *Filozofické aspekty metodologie vědy*. 1. vyd. Brno: Vojenská akademie, 2000. ISBN 80-85360-16-8.
- (55) KULHÁNEK, L. a kol. *Komparace kapitálových trhů v České republice a Evropské unii*. Karviná: Slezská univerzita, 2004. 308 s. ISBN 80-7248-289-0.
- (56) LEUZ, C. The Benefits of Transparency – Disclosure Regulation and the Cost of Capital. *Capital Ideas*, July 2006. Dostupné z: <http://www.chicagogsb.edu/capideas/jul06/1.aspx>.
- (57) LIŠKA, V. - GAZDA, J. *IPO Kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X.
- (58) LIŠKA, V. - GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.
- (59) LJUNGQVIST, A. IPO Underpricing: A Survey. In *HANDBOOK IN CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE*, B. Espen Eckbo, ed. [online]. 2004, [cit. 2007-09-20]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=609422>.
- (60) LOUGHRAN, T. - RITTER, J. The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 1995, Vol. 50, p. 23-51. ISSN 0022-1082.

- (61) LOUGHRAN, T. - RITTER, J. R. - RYDQVIST. Initial Public Offerings: International Insight. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1994, Vol. 2, p. 165-199. Updated August 5, 2007. ISSN 0927-538X.
- (62) LOWRY, M. Why Does IPO Volume Fluctuate So Much? *Journal of Financial Economics*, 2002, Vol. 67, p. 3-40. ISSN 0304-405X.
- (63) MELLO, A. S. - PARSONS, J. E. Going Public and the Ownership Structure of the Firm. *Journal of Financial Economics*, 1998, Vol. 49, s. 79-109. ISSN 0304-405X.
- (64) MERVART, J. *Základy metodologie vědy*. 1. vyd. Praha: Svoboda, 1977. 186 s. ISBN 25-067-77.
- (65) MLÁDEK, R. *Světové účetnictví: IFRS, US GAPP. Díl 1*. Praha: Linde, 2005. 3. vyd. 415 s. ISBN 80-7201-519-2.
- (66) NÝVLTOVÁ, R. - REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- (67) Oxera. *The cost of raising capital: An international comparison* [online]. 2006, [cit. 2007-08-27]. Dostupné z: http://www.oxera.com/cmsDocuments/Agenda_July%2006/Cost%20of%20raising%20capital.pdf
- (68) PAGANO, M. - PANETTA, F. - ZINGALES, L. Why do companies go public. An empirical analysis. *Journal of Finance*, 1998, Vol. 53, p. 27-64. ISSN 0022-1082.
- (69) PALEARI, S. et al. *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft, 2006. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- (70) PALEARI, S. et al. *Academic EurIPO Fact Book 2007*. Bergamo: Universoft, 2007. 213 s.
- (71) PARUCH, R. *Právní aspekty financování rozvoje firem*. Brno, 2003. 82 s. Diplomová práce na Ekonomicko-správní fakultě Masarykovy university v Brně. Vedoucí práce Jindřiška Šedová.
- (72) PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. ISBN 80-86419-33-9.
- (73) Pegas. *Prospectus* [online]. 2006, [cit. 2007-07-07]. Dostupné z: http://www.pegasas.cz/Data/files/investori/Vyrocní%20zpravy/VZ06_PEGAS_NONW OVENS_SA.pdf.
- (74) Pegas. *Výroční zpráva 2006* [online]. 2006, [cit. 2007-07-07]. Dostupné z: http://www.pegasas.cz/Data/files/investori/Vyrocní%20zpravy/VZ06_PEGAS_NONW OVENS_SA.pdf.
- (75) PODŠKUBKA, T. *Initial Public Offering: Teorie, Empirie, Praxe*. Praha, 2007. 81 s. Diplomová práce na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze. Vedoucí práce Petr Marek.
- (76) POLÁCH, J. - KOŘENÁ, K. *Peněžní a kapitálové trhy*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2002. 362 s. ISBN 80-7318-084-7.

- (77) PUKTHUANHONG, K. - VARAIYA, N. P. - WALKER, T. J. *Book Building versus Auction Selling Methods: A Study of U.S. IPOs* [online]. 2005, [cit. 2007-07-18]. Dostupné z: http://www.fma.org/SLC/Papers/IPO-Auction_FMA06.pdf.
- (78) REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie – Finanční trhy*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005. 254 s. ISBN 80-214-2979-8.
- (79) REJNUŠ, O. Teoretické vymezení podnikových akcií a dluhopisů soudobého světového kapitálového trhu. In *ACTA UNIVERSITATIS AGRICULTURAE ET SILVICULTURAE MENDELIANAE BRUNENSIS*, Ročník LIII, číslo 3, 2005. ISSN 1211-8516.
- (80) REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2003. ISBN 80-7226-571.
- (81) REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.
- (82) RICHTER, T. *Kupónová privatizace a její vliv na správu a financování českých akciových společností*. Praha: Karolinum, 2005. 132 s. ISBN 80-7179-802-9.
- (83) RITTER, J. R. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 1998, Vol. 2, No. 1, p. 5-30.
- (84) RITTER, J. R. *Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970-2003* [online]. 2005, [cit. 2007-07-02]. Dostupné z: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/IPOs2005-5years.pdf>.
- (85) RITTER, J. R. *Some Factoids about the 2006 IPO Market* [online]. 2007, [cit. 2007-10-02]. Dostupné z: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- (86) RITTER, J. R. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 1991, Vol. 46, p. 3-27. ISSN 0022-1082.
- (87) RITTER, J. R. – WELCH, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 2002, Vol. 57, p. 1795-1828. ISSN 0022-1082.
- (88) ROCK, K. Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics*, 1986, Vol. 15, p. 187-212. ISSN 0304-405X.
- (89) ROSE, P. S. *Money and capital markets*. Boston: IRWIN, 1992. 4th edition. ISBN 80-205-0192-4.
- (90) ROSS, S. A. - WESTERFIELD, R. W. - JORDAN, B. D. *Essentials of Corporate Finance*. USA: Von Hoffmann Press, Inc., 1996. 528 s. ISBN 0-256-16986-1.
- (91) SAMUELSON, P. A - NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 1. vyd. Praha: Svoboda, 1991. 1010 s. ISBN 80-205-0192-4.
- (92) SYNEK, M. *Jak psát diplomové a jiné písemné práce*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1999. ISBN 80-7079-131-4.
- (93) SYNEK, M. a kol. *Manažerská ekonomika*. 3. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2003. 466 s. ISBN 80-247-0515-X.
- (94) SYNEK, M. a kol. *Podniková ekonomika*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 479 s. ISBN 80-7179-736-7.
- (95) *Strategie udržitelného rozvoje České republiky*. Praha: Listopad, 2004.

- (96) TORSTILA, S. The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, Vol. 38, No. 3, p. 673-694. ISSN 0022-1090.
- (97) VAJSEJTL, J. *Teoretická a empirická analýza IPO*. Praha, 2004. 101 s. Diplomová práce na Fakultě sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze. Vedoucí diplomové práce Michal Mejstřík.
- (98) VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: EKOPRESS, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- (99) VALACH, J. a kol. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 2001. 447 s. ISBN 80-86119-38-6.
- (100) WELCH, I. *A First Course in Finance* [online]. 2006, [cit. 2006-08-22]. Dostupné z: <http://welch.econ.brown.edu/book/> 824 s.
- (101) WELCH, I. Sequential sales, learning, and cascades. *Journal of Finance*, 1992, Vol. 47, p. 695-732. ISSN 0022-1082.
- (102) YOSHA, O. Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, 1995, Vol. 4, p. 3-20. ISSN 1042-9573.
- (103) Zentiva. *Prospekt emitenta* [online]. 2004, [cit. 2007-06-22]. Dostupné z: <http://www.zentiva.cz/download/prospekt/U47380Aprospekt.pdf>.
- (104) Zentiva. *Výroční zpráva 2004* [online]. 2006, [cit. 2007-06-22]. Dostupné z: http://www.zentiva.cz/download/annual_reports/2004/vz_cz.pdf.
- (105) Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon, ve znění pozdějších předpisů.
- (106) Zákon č. 513/1992 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
- (107) Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.
- (108) Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.
- (109) Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.
- (110) Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů.
- (111) Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- (112) Zákon č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání, ve znění pozdějších předpisů.
- (113) Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
- (114) <http://www.cekia.cz/?idf=eva-ranking>
- (115) www.cnb.cz
- (116) http://www.ct100.cz/100_nejvyznamnejsich/vysledky/
- (117) www.czso.cz
- (118) <http://www.euripo.it>
- (119) <http://ir.nasdaq.com/glossary.cfm?FirstLetter=i>
- (120) www.mpo.cz

- (121) www.patria-finance.cz
- (122) www.pse.cz
- (123) <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17327.htm>
- (124) <http://www.wikipedie.com>

Přílohy

PŘÍLOHA Č. 1: PRŮMĚRNÁ POČÁTEČNÍ VÝNOSNOST IPO V 39 ZEMÍCH SVĚTA

PŘÍLOHA Č. 2: ROZDÍL MEZI VÝNOSNOSTÍ AMERICKÝCH IPO A VÝNOSNOSTÍ TRŽNÍHO INDEXU A SROVNATELNÝCH FIREM V LETECH 1980 – 2005

PŘÍLOHA Č. 3: POPLATKY UPISOVATELŮM NA AMERICKÝCH TRZÍCH V LETECH 1980 – 2006

PŘÍLOHA Č. 4: ČASOVÝ HARMONOGRAM REALIZAČNÍ FÁZE IPO

PŘÍLOHA Č. 5: DOTAZNÍK PRO PRIMÁRNÍ VÝZKUM

PŘÍLOHA Č. 6: PRŮVODNÍ DOPIS PRO FIRMY ZAŘAZENÉ DO KVALITATIVNÍHO VÝZKUMU

Příloha č. 1: Průměrná počáteční výnosnost IPO v 39 zemích světa

ZEMĚ	POČET IPO	OBDOBÍ	PRŮMĚRNÁ POČÁTEČNÍ VÝNOSNOST
Austrálie	920	1976-2005	20,00%
Rakousko	96	1971-2006	6,50%
Belgie	93	1984-2004	14,20%
Brazílie	62	1979-1990	78,50%
Kanada	540	1971-2002	7,00%
Chile	55	1982-1997	8,80%
Čína	1 394	1990-2005	164,50%
Dánsko	117	1984-1998	5,40%
Finsko	162	1971-2006	17,20%
Francie	686	1983-2006	10,70%
Německo	545	1978-2001	31,10%
Řecko	363	1976-2005	25,10%
Hong Kong	857	1980-2001	17,30%
Indie	2 713	1990-2004	95,40%
Indonésie	265	1989-2003	20,20%
Irán	279	1991-2004	22,40%
Izrael	285	1990-1994	12,10%
Itálie	233	1985-2006	18,20%
Japonsko	2 458	1970-2006	40,10%
Korea	477	1980-1996	74,30%
Malajsie	401	1980-1998	104,10%
Mexiko	37	1987-1990	33,00%
Nizozemí	143	1982-1999	10,20%
Nový Zéland	201	1979-1999	23,00%
Nigérie	63	1989-1993	19,10%
Norsko	68	1984-1996	12,50%
Filipíny	104	1987-1997	22,70%
Polsko	140	1991-1998	27,40%
Portugalsko	21	1992-1998	10,60%
Singapore	441	1973-2006	28,30%
Jižní Afrika	118	1980-1991	32,70%
Španělsko	99	1986-1998	10,70%
Švédsko	406	1980-2006	27,30%
Švýcarsko	120	1983-2000	34,90%
Taiwan	1 312	1980-2006	37,20%
Thajsko	292	1987-1997	46,70%
Turecko	282	1990-2004	10,80%
Velká Británie	3 986	1959-2006	16,80%
USA	15 490	1960-2006	18,00%

Příloha č. 2: Rozdíl mezi výnosností amerických IPO a výnosností tržního indexu a srovnatelných firem v letech 1980 – 2005

Rok	Počet IPO	Průměrná jednodenní výnosnost	Průměrná výnosnost po 3 letech		
			Výnosnost IPO	Rozdíl mezi výnosností IPO a výnosností tržního indexu (CRSP)	Rozdíl mezi výnosností IPO a výnosností srovnatelných firem
1980	70	14,5%	88,2%	35,5%	17,1%
1981	191	5,9%	12,8%	-26,2%	-7,4%
1982	77	11,4%	32,2%	-36,5%	-48,7%
1983	442	10,1%	15,4%	-38,7%	2,5%
1984	172	3,6%	27,7%	-51,3%	3,0%
1985	179	6,3%	7,6%	-39,5%	7,3%
1986	378	6,3%	18,6%	-20,4%	14,3%
1987	271	6,0%	-1,8%	-18,9%	4,5%
1988	97	5,4%	55,7%	8,3%	51,3%
1989	105	8,1%	51,1%	16,8%	32,5%
1990	104	10,8%	12,2%	-34,1%	-32,4%
1991	273	12,1%	31,5%	-1,7%	5,8%
1992	385	10,2%	34,8%	-2,3%	-19,4%
1993	483	12,8%	44,9%	-7,8%	-23,9%
1994	387	9,8%	74,1%	-8,3%	1,0%
1995	432	21,5%	24,8%	-62,3%	-14,1%
1996	621	16,7%	25,6%	-57,0%	8,6%
1997	432	13,8%	67,7%	6,8%	41,0%
1998	267	22,3%	27,1%	9,1%	12,2%
1999	457	71,7%	-45,2%	-30,2%	-52,0%
2000	344	56,2%	-59,6%	-30,2%	-48,5%
2001	80	13,7%	16,8%	13,4%	-9,5%
2002	66	9,1%	68,5%	39,9%	19,7%
2003	63	12,2%	35,9%	-6,1%	-12,9%
2004	174	12,3%	44,3%	8,8%	-1,9%
2005	161	10,0%	24,6%	2,8%	-0,7%
1980-1989	1982	7,4%	20,8%	-24,7%	6,9%
1990-1994	1632	11,2%	44,7%	-7,2%	-12,7%
1995-1998	1752	18,1%	36,0%	-32,3%	11,6%
1999-2000	801	65,0%	-51,4%	-30,2%	-50,0%
2001-2005	544	11,5%	36,4%	9,6%	-1,3%
1980-2005	6711	18,4%	23,1%	-20,4%	-3,8%

Příloha č. 3: Poplatky upisovatelům na amerických trzích v letech 1980 – 2006

ROK	POČET IPO	GROSS SPREAD		
		PRŮMĚR	MEDIÁN	% IPO S HODNOTOU 7 %
1980	70	8,00%	7,50%	3,00%
1981	191	7,90%	7,50%	4,00%
1982	77	8,00%	7,90%	9,00%
1983	442	7,70%	7,30%	14,00%
1984	172	7,90%	7,50%	16,00%
1985	179	7,70%	7,40%	13,00%
1986	378	7,50%	7,20%	15,00%
1987	271	7,50%	7,10%	23,00%
1988	97	7,30%	7,00%	28,00%
1989	105	7,30%	7,00%	42,00%
1990	104	7,30%	7,00%	44,00%
1991	273	7,10%	7,00%	51,00%
1992	385	7,20%	7,00%	53,00%
1993	483	7,20%	7,00%	59,00%
1994	387	7,30%	7,00%	56,00%
1995	432	7,20%	7,00%	67,00%
1996	621	7,10%	7,00%	70,00%
1997	432	7,10%	7,00%	70,00%
1998	267	7,10%	7,00%	70,00%
1999	457	6,90%	7,00%	82,00%
2000	346	6,90%	7,00%	82,00%
2001	76	6,60%	7,00%	62,00%
2002	67	6,70%	7,00%	69,00%
2003	63	6,80%	7,00%	78,00%
2004	174	6,80%	7,00%	76,00%
2005	161	6,70%	7,00%	64,00%
2006	157	6,80%	7,00%	67,00%
Celkem	6 867	7,20%	7,00%	51,50%

PROCES	OBDOBÍ REALIZACE (TÝDNY)																																
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30			
<i>Konzultace s poradci</i>	1	2	3	4																													
<i>Rozhodnutí managementu</i>				4																													
<i>Výběr poradců</i>				5																													
<i>Due diligence</i>						6	7	8	9	10	11	12	13																				
<i>Interní ocenění emitenta</i>													13	14	15	16	17																
<i>Valná hromada</i>													13																				
<i>Příprava prospektu</i>													13	14	15	16	17																
<i>Schvalování prospektu ČNB</i>																		18	19	20	21	22											
<i>Jednání s BCPP</i>																		19	20	21	22												
<i>Příprava strategie roadshow</i>													13	14	15	16	17																
<i>Předběžný marketing + PR aktivity</i>																		18	19	20	21	22											
<i>Roadshow</i>																							23	24									
<i>Bookbuilding</i>																									25								
<i>Rozhodnutí o emisním kurzu</i>																										26							
<i>Splacení emisního kurzu</i>																											27						
<i>Cenová stabilizace</i>																												28	29	30			

Příloha č. 5: Dotazník pro primární výzkum

V Brně dne 1. 7. 2007

Vážený pane řediteli,

dovoluji si Vás oslovit s prosbou o vyplnění přiloženého dotazníku, který je zaměřen na poznání příčin malého zájmu podniků o financování své činnosti prostřednictvím českého kapitálového trhu.

Pracuji jako asistent na Ústavu ekonomiky Fakulty podnikatelské VUT v Brně a Vámi poskytnuté údaje použiji ke zpracování mé disertační práce na téma „***Problematika financování podniků prostřednictvím Initial Public Offering***“. Zavazuji se, že údaje získané od Vás a dalších respondentů budou zpracovány diskrétně (anonymně). V případě Vašeho zájmu Vám rád dám výsledky mé práce k dispozici.

Velmi Vám děkuji za Vaši ochotu a vstřícnost.

S úctou a přáním příjemného dne

Ing. Tomáš Meluzín
Fakulta podnikatelská VUT v Brně
Kolejní 2906/4
612 00 Brno
meluzint@fbm.vutbr.cz

**„POZNÁNÍ PŘÍČIN MALÉHO ZÁJMU PODNIKŮ O FINANCOVÁNÍ SVÉ ČINNOSTI
PROSTŘEDNICTVÍM ČESKÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU“**

V rámci výzkumu mé disertační práce budu velice potěšen, pokud věnujete několik minut k vyplnění tohoto dotazníku. Není nutné odpovídat na všechny otázky.

- | | ANO | NE |
|--|--------------------------|--------------------------|
| 1. Považujete český kapitálový trh za potenciální zdroj financování rozvoje Vaší společnosti? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 2. Uvažovali jste někdy v historii Vaší společnosti o vstupu na český kapitálový trh prostřednictvím veřejné nabídky akcií (IPO)? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 3. Je Vaše společnost dostatečně informována o možnostech získání potřebných finančních zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 4. Myslíte si, že získání finančních zdrojů prostřednictvím českého kapitálového trhu je komplikovanější či méně výhodné než prostřednictvím bankovního úvěru? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 5. Jsou dle Vašeho názoru náklady spojené se získáním bankovního úvěru nebo emitováním dluhopisů nižší v dlouhodobém horizontu než náklady spojené s emitováním akcií? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 6. Do jakého stádia úvah nebo jednání o IPO se Vaše společnost dostala? | | |
| <input type="checkbox"/> žádné úvahy <input type="checkbox"/> interní úvahy <input type="checkbox"/> informativní jednání s finančními institucemi | | |
| <input type="checkbox"/> pokročilá jednání | | |

**DŮVODY PRO ZAMÍTNUTÍ FINANCOVÁNÍ VAŠÍ SPOLEČNOSTI
PROSTŘEDNICTVÍM IPO**

- | | ANO | NE |
|--|--------------------------|--------------------------|
| 7. Byla jedním z důvodů obava z možné ztráty či omezení kontroly nad Vaší společností v důsledku vydání nových akcií? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 8. Byla jedním z důvodů nedostatečná informovanost o možnostech financování rozvoje společnosti prostřednictvím veřejné emise akcií? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 9. Byla jedním z důvodů informační povinnost pro společnost, s jejichž cennými papíry se obchoduje na veřejném kapitálovém trhu (burze)? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 10. Pokud jste se již dostali do pokročilejšího stádia úvah či jednání o vydání nových akcií na veřejném trhu, byl jedním z důvodů zastavení tohoto procesu nezáměr či nedostatek potenciálních investorů? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 11. Byly jedním z důvodů legislativní překážky? | | |
| <i>Pokud ano, charakterizujte je:</i> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | | |
| | | |
| | | |
| 12. Byly jedním z důvodů administrativní překážky? | | |
| <i>Pokud ano, charakterizujte je:</i> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | | |
| | | |
| | | |

- | | ANO | NE |
|---|--------------------------|--------------------------|
| 13. Byly jedním z důvodů vysoké náklady spojené s uvedením emise akcií na veřejný trh? | | |
| <i>Pokud ano, charakterizujte je:</i> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | | |
| | | |
| 14. Setkali jste se ještě s jinými problémy? | | |
| <i>Pokud ano, charakterizujte je:</i> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| | | |
| | | |
| 15. Odhadněte, prosím, procentuální rozložení finančních zdrojů Vaší společnosti. | | |
| <input type="checkbox"/> vlastní zdroje:..... % <input type="checkbox"/> bankovní úvěry:..... % <input type="checkbox"/> finanční leasing:..... % | | |
| <input type="checkbox"/> dluhopisy:..... % <input type="checkbox"/> jiné zdroje (uveďte prosím):..... % | | |
| 16. Uveďte, prosím, základní informace o Vašem podniku: | | |
| a) hlavní činnost:..... | | |
| b) počet zaměstnanců:..... | | |
| c) obrat za rok 2006:..... | | |

Poznámky k dotazníku:

Velice Vám děkuji za vyplnění dotazníku a prosím Vás o jeho odeslání na následující adresu:

Ing. Tomáš Meluzín
Fakulta podnikatelská VUT v Brně
Kolejní 2906/4
612 00 BRNO

„RECOGNITION WHY FIRMS DO NOT GO PUBLIC ON CZECH CAPITAL MARKET”

I would be delighted if you could take a few minutes to fill this questionnaire. It is not necessary to answer all questions.

- | | YES | NO |
|--|--------------------------|--------------------------|
| 1. Are you considering the Czech Capital Market as a possible financial source for your company? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 2. Have you ever been considering (in your company’s past) going public on Czech Capital Market? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 3. Do you have enough information about the possibility of raising capital through Czech Capital Market? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 4. Do you think that acquiring financial sources through the Czech Capital Market is more complicated than via bank loans? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 5. In your opinion, are the costs of bank loans or bond issue lower in long term period than the costs of share issue? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 6. To what stage of debate or proceedings did your company get when deciding to go public or not? | | |
| <input type="checkbox"/> <i>no debate</i> | | |
| <input type="checkbox"/> <i>internal debate</i> | | |
| <input type="checkbox"/> <i>informative meetings with financial institutions</i> | | |
| <input type="checkbox"/> <i>advanced meetings</i> | | |

REASONS FOR REJECTION OF FINANCING YOUR COMPANY VIA IPO

- | | YES | NO |
|---|--------------------------|--------------------------|
| 7. Was a fear of loss or company’s control constraints caused by new share issuing one of the reasons for IPO rejection? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 8. Was a lack of information (about financing via public offering of shares) one of the reasons for IPO rejection? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 9. Was informative duty (to provide the information necessary for IPO) one of the reasons for IPO rejection? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 10. If there were advanced meetings relating to go public, was one of the reasons of this process cancellation lack of interest or shortage of investors? | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| 11. Were legal barriers one of the reasons? | | |

Please describe them:.....

- | | | |
|--|--|--|
| 12. Were administrative barriers one of the reasons? | | |
|--|--|--|

Please describe them:.....

	YES	NO
13. Have been one of the reasons high cost of share issuing via Czech Capital Market?		
<i>Please describe them:</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
.....		
.....		
.....		
14. Have you meet up with other problems?		
<i>Please describe them:</i>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
.....		
.....		
.....		
15. Please, estimate (in percentages) the financial sources structure:		
<input type="checkbox"/> <i>Own funds:</i> % <input type="checkbox"/> <i>Bank loans:</i> % <input type="checkbox"/> <i>Financial leasing:</i> %		
<input type="checkbox"/> <i>Bonds:</i> % <input type="checkbox"/> <i>Other sources - as:</i> %		
16. Please note the main characteristics of your company:		
d) <i>Main activity of your company:</i>		
e) <i>Number of employees:</i>		
f) <i>Turnover, year 2006:</i>		

Commentary:

Thank you very much for filling the questionnaire. I would be pleased if you would send the document to following address please:

Tomáš Meluzín
 Brno University of Technology
 Faculty of Business and Management
 Kolejní 2906/4
 612 00 Brno

Příloha č. 6: Průvodní dopis pro firmy zařazené do kvalitativního výzkumu

V Brně dne 1. 10. 2007

Vážený pane řediteli,

dovoluji si Vás oslovit jako top managera, jehož firma patří ke čtyřem, které na českém kapitálovém trhu úspěšně realizovaly prvotní veřejnou nabídku akcií, tzv. IPO.

Náš pracovník, ing. Tomáš Meluzín, zpracovává v rámci výzkumných aktivit fakulty disertační práci, která se zabývá možnostmi financování podniku prostřednictvím IPO na českém kapitálovém trhu. Vaše zkušenosti, Váš pohled a Váš názor na tuto problematiku by jistě velmi obohatily tuto výzkumnou práci. Obracím se proto na Vás s žádostí, zda by jste byl ochoten poskytnout ing. Meluzínovi k uvedené disertační práci konzultaci.

Pokud si ve Vaší náročné funkci pro tuto konzultaci najdete prostor, sdělte prosím termín, čas a místo setkání na kontaktní adresu – ing. Tomáš Meluzín, mobil 721 527 980 nebo E-mail: meluzint@fbm.vutbr.cz.

Za Vaši vstřícnost a ochotu Vám předem děkuji a zůstávám s pozdravem

doc. Ing. Vojtěch Koráb, Dr., MBA

proděkan pro vědu, výzkum a doktorské studium

Fakulta podnikatelská VUT v Brně

Kolejní 2906/4

612 00 Brno