

## STANOVENÍ PŘEDPOKLADŮ PRO REALIZACI IPO NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU

T. Meluzín

**Došlo: 27. května 2008**

### Abstract

MELUZÍN, T.: *Determination of prerequisites for implementation of IPOs in the Czech capital market. Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2008, LVI, No. 3, pp. 119–128*

In advanced markets, IPOs represent an opportunity to obtain the necessary capital for further company development. This form of financing is significant not only for the joint-stock company itself, for which an IPO is an alternative to debt financing, but also for further development of the capital market as a whole. That is to say, one of the fundamental functions of the capital market, the allocation function, is accomplished by means of IPOs. It follows from investigations of the situation in IPOs in the Czech Republic that financing company development through IPOs, which are linked with entrance into the capital market, has not become common practice in the Czech capital market. Comparing the present situation with the situation in international markets, it must be stated that the Czech capital market shows anomalies not only with regard to advanced capital markets such as those in the USA or Japan but also in reference to markets in Central and Eastern Europe. In the past, unfavourable conditions resulting from legislation and the institutional environment were considered the major cause of the long-term low numbers of initial public offerings in the Czech Republic. It follows from the results of the analysis of legislative barriers to carrying out IPOs that in recent years, a number of steps were taken to draw the Czech capital market nearer to the European standard, at least formally. Laws were passed that determine the scope and regulations for entrepreneurial activities of individual subjects, and an independent authority was set up that kept an eye on the transparency of the market and compliance with the given regulations; there are institutional and technical prerequisites available that facilitate trade in securities. Nowadays there are no more any legislative or general economic barriers, designated as significant obstacles for IPO realization in the Czech environment in the past. It depends mainly on approach of individual companies to this form of funding and on assessment of not only all minuses, but also all the pluses connected with IPO. The aim of the present paper is to determine all major prerequisites for successful implementation of an IPO in the Czech capital market.

Initial Public Offering, IPO, Czech capital market, prerequisites for implementation of IPOs

Prvotní veřejné nabídky akcií (angl. *Initial Public Offering*, ve zkratce IPO) 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. V minulosti byly za hlavní příčinu dlouhodobě nízkého stavu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice považovány zejména nepříznivé podmínky dané legislativou a institucionálním pro-

středím. 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. V současné době tedy již neexistují žádné legislativní ani obecně ekonomické bariéry, které byly v minulosti označovány za významné překážky pro realizaci IPO v českých podmínkách. Záleží zejména na přístupu jednotlivých společností k této formě financování a na posouzení nejen všech negativ, ale i pozitiv, které jsou s IPO spojeny. Cílem tohoto článku je určení všech hlavních předpokladů pro úspěšnou realizaci prvotní veřejné nabídky akcií v podmínkách českého kapitálového trhu. K dosažení stanoveného cíle byl proveden výzkum založený na sběru sekundárních i primárních dat. Zdrojem sekundárních dat byla jak tuzemská, tak zahraniční odborná literatura. Primární data byla získána na základě konzultací se zástupci společností, které se zabývají obchodováním s cennými papíry. Při zpracování dané problematiky bylo použito zejména logických a empirických metod.

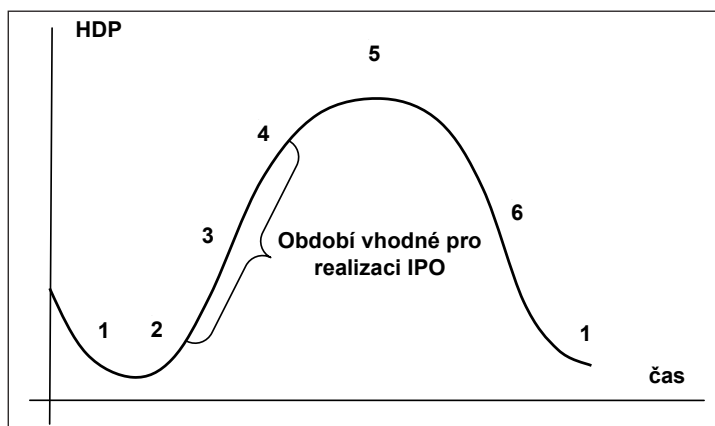
## VÝSLEDKY VÝZKUMU

V odborné literatuře jsou často uváděny různé předpoklady pro realizaci prvotní veřejné nabídky akcií. Tyto předpoklady lze v zásadě 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.

### Makroekonomické předpoklady

Z makroekonomického hlediska lze za období vhodné pro realizaci IPO považovat situaci, kdy na finančním trhu existuje dostatečná poptávka po nových 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 1.



1: Vývoj hrubého domácího produktu v návaznosti na jednotlivé fáze hospodářského cyklu<sup>1</sup> [Zdroj: Rejnuš (2005)]

Na konci poklesu hospodářského cyklu (bod 1 v obrázku 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

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

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 odříkat 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 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 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 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 zbožím 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, umož-

ňující snížit náklady a zvýšit produktivitu práce, obstat 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 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 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, sni-

žuje 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 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 akcii, 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 emiování dalších akcií.**

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 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 specifik, která příslušná ekonomika vykazuje.

### Mikroekonomické předpoklady

Předpoklady pro realizaci IPO z hlediska samotné emitující společnosti je možné rozdělit do několika oblastí, a to na:

- postavení společnosti na trhu,
- finanční účetnictví a výkaznictví,
- finanční zdraví,

- správu a řízení společnosti (angl. *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 **presvědčivý „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 (IFRS<sup>2</sup>), dříve označované jako Mezinárodní účetní standardy (IAS<sup>3</sup>). 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 účetnictví<sup>4</sup>, 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.

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

3 IAS je zkratka pro „International Accounting Standards“.

4 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 akcii 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 **čtvrletní vykazování zpráv** pro potřeby finančního reportingu<sup>5</sup>.

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 (EBIT<sup>6</sup>),
- 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“**<sup>7</sup>. 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 společnosti 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 nejen ve Spojených státech, ale i v celosvětovém měřítku. Nejzávažnější problém lze spatřit v nedostatečné průhlednosti čin-

ností 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 OECD<sup>8</sup>, 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 OECD 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. 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. 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.

5 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“.

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

7 Do češtiny se tento termín nejčastěji překládá jako „správa a řízení společnosti“.

8 Organisation for Economic Co-operation and Development.

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 emitující společnosti dále měly mít:

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

#### 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 tabulka č. I, celosvětově činí průměrná velikost IPO přibližně 100 mil. USD.

I: Průměrná velikost IPO na amerických trzích v letech 1990–2006

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

[Zdroj: vlastní zpracování na základě literatury, Ritter (2006)]

V České republice je zákonem o podnikání na kapitálovém trhu<sup>9</sup> 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 konzultací s obchodníky 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 přihlídnout 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). 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 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 tabulce č. II je uvedena velikost emise, struktura nabízených akcií a *free float*<sup>10</sup> pro prvotní veřejné nabídky akcií realizované na českém kapitálovém trhu, resp. pražské burze<sup>11</sup>.

II: Velikost a struktura IPO na českém kapitálovém trhu

Emitent	Velikost emise (EUR)	Struktura akcií		Free float
		primární	sekundární	
Zentiva N.V.	174 898 087	37,65 %	62,35 %	30,16 %
ECM Real Estate Investments A.G.	80 723 910	81,66 %	18,34 %	44,47 %
Pegas Nonwovens, S.A.	136 154 250	35,90 %	64,10 %	54,64 %
AAA Auto Group N.V.	35 515 750	100,00 %	0,00 %	26,21 %
VGP N.V.	54 641 513	87,00 %	13,00 %	3,28 %
NWR N.V.	1 614 776 876	14,14 %	85,86 %	36,20 %

[Zdroj: vlastní zpracování]

Pozn.: V případě emise společnosti VGP N.V. je nutné uvést, že 83 % akcií nabízených v rámci IPO zůstalo v držení „osob spřízněných s majiteli“, a proto reálný *free float* činí pouze 3,28 %.

## DISKUSE A ZÁVĚR

Předpoklady pro realizaci prvotní veřejné nabídky akcií lze rozdělit do několika oblastí, a to na makroekonomické předpoklady, mikroekonomické předpoklady a požadavky na velikost a strukturu emise. Z makroekonomického hlediska lze za období vhodné pro realizaci IPO považovat situaci, kdy na finančním trhu existuje dostatečná poptávka po nových akciích společností. Ta obvykle nastává v období růstové fáze hospodářského cyklu, tj. v období ekonomické konjunktury. Předpoklady pro realizaci

IPO z hlediska samotné emitující společnosti (mikroekonomické předpoklady) je možné strukturovat do několika dílčích oblastí, a to na postavení společnosti na trhu, finanční účetnictví a výkaznictví, finanční zdraví, správu a řízení společnosti, prezentaci společnosti na veřejnosti. Společnost uvažující o vstupu na kapitálový trh formou prvotní veřejné nabídky akcií by měla podnikat v atraktivním růstovém odvětví z pohledu potenciálních investorů a nacházet se v růstové fázi svého životního cyklu. Je třeba si uvědomit, že z pohledu investorů před-

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

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

11 Stav k datu 20. 5. 2008.

stavuje 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. 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. 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 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. Dále by měla emitující společnost vykazovat kladný peněžní tok z operační činnosti podniku a mít poměr zisku před zdaněním k tržbám přes 10 % a/nebo vyšší než je tržní průměr. Mezi další předpoklady úspěšné realizace IPO z pohledu emitenta patří požadavky na správu a řízení společnosti. 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. Po-

slední 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 pravdivým, spolehlivým, srovnatelným a dostatečně podrobným informacím, které jsou významné pro jejich rozhodování. Třetí oblast předpokladů pro realizaci IPO se týkala požadavků na velikost a strukturu emise. Na českém kapitálovém trhu lze o emisi reálně uvažovat při objemu v desítkách milionů EUR. Na základě kvalitativního výzkumu u vybraných obchodníků 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 přihlídnout k sektoru činnosti, ve kterém společnost působí. 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, které však mohou být za účelem zvýšení likvidity emise doplněny i sekundárními 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.

## SOUHRN

Cílem článku bylo identifikovat všechny hlavní předpoklady pro úspěšnou realizaci prvotní veřejné nabídky akcií v podmínkách českého kapitálového trhu. Z výsledků sekundárního výzkumu literárních zdrojů, které se zabývají uvedenou problematikou, vyplývá, že předpoklady pro realizaci IPO lze rozdělit do tří základních oblastí, a to na makroekonomické předpoklady, mikroekonomické předpoklady a požadavky na velikost a strukturu IPO. Z makroekonomického hlediska lze za období vhodné pro realizaci IPO považovat situaci, kdy na finančním trhu existuje dostatečná poptávka po nových akciích společnosti. Ta obvykle nastává v období růstové fáze hospodářského cyklu, tj. v období ekonomické konjunktury. Předpoklady pro realizaci IPO z hlediska samotné emitující společnosti (mikroekonomické předpoklady) je možné strukturovat do několika dílčích oblastí, a to na postavení společnosti na trhu, finanční účetnictví a výkaznictví, finanční zdraví, správu a řízení společnosti, prezentaci společnosti na veřejnosti. Společnost uvažující o vstupu na kapitálový trh formou prvotní veřejné nabídky akcií by se měla nacházet se v růstové fázi svého životního cyklu. Z pohledu finančního účetnictví je nutné, aby společnost uvažující o financování svého rozvoje formou IPO měla implementovány Mezinárodní standardy účetního výkaznictví. Je vhodné, aby společnost vykazovala několik období před plánovaným vstupem na kapitálový trh nárůst všech hlavních finančních ukazatelů, včetně obrátu a peněžního toku z operační činnosti podniku. Mezi další předpoklady úspěšné realizace IPO z pohledu emitenta patří požadavky na správu a řízení společnosti. Poslední oblast předpokladů pro realizaci IPO se týkala požadavků na velikost a strukturu emise. Z výsledků výzkumu vyplývá, že velikost emise by měla v českých podmínkách činit alespoň 30 000 000 EUR. 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, které však mohou být za účelem zvýšení likvidity emi-



se doplňeny i sekundárními akciemi. Pokud je motivem pro uskutečnění IPO prodej akcií stávajícími vlastníky, emise bude tvořena sekundárními akciemi.

prvotní veřejná nabídka akcií, IPO, makroekonomické předpoklady, mikroekonomické předpoklady, velikost emise

## SUMMARY

The aim of the present paper was to identify all major prerequisites for successful implementation of an IPO in the Czech capital market. The results of secondary research into literature sources dealing with the above mentioned issue suggest that prerequisites for implementation of an IPO can be divided into three principal groups: macroeconomic prerequisites, microeconomic prerequisites, and requirements regarding the size and structure of an IPO. From the macroeconomic point of view, the time is suitable for implementation of an IPO when there is sufficient demand for new shares of a company in the financial market. Such situation usually arises in the period of growth of the business cycle, that is, in the period of economic boom. The prerequisites for implementation of an IPO as seen by the issuing company itself (the microeconomic prerequisites) may be split into several sub-areas. These are the position of the company in the market, financial accounting and reporting, financial soundness, company administration and management, and presentation of the company in public. A company considering entering the capital market through an IPO should be at the growth stage of its life cycle. As for financial accounting, it is imperative that a company considering financing its further development through an IPO have implemented the International standards of financial accounting. It is advisable that the company reports an increase in all major financial indicators including turnover and cash flow from the company operational activities within several periods of time before the scheduled entry to the capital market. Other prerequisites for successful implementation of an IPO as seen by the issuer include requirements regarding company administration and management. The last group of prerequisites for implementation of an IPO was linked to the size and the structure of the issue. The results of the research suggest that in the Czech Republic, the issue should amount to minimum EUR 30 000 000. As for the structure of the issue, it always depends on the reasons leading a company to implement an IPO. If the company needs to raise further funds to finance its development, it will offer primary shares in particular, which, however, may be complemented with secondary shares in order to increase the liquidity of the issue. If the motive behind the implementation of an IPO is the sale of shares by their current shareholders, the issue will be made up of secondary shares.

## LITERATURA

- Burza cenných papírů Praha, 2007: *Burzovní pravidla – část III* [online]. [cit. 2007-09-21]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Predpisy/list.pdf>.
- JEŽEK, T. a kol., 2004: *Jak emitovat akcie a dluhopisy na kapitálovém trhu*. Praha: KCP. ISBN 80-239-2193-2.
- Komise pro cenné papíry, 2004: *Kodex správy a řízení společností založený na Principech OECD (2004)* [online], [cit. 2007-09-25]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace\\_zpravy\\_a\\_vestnik/Publikace.page?FileId=2340](http://www.cnb.cz/export/CZ/Publikace_zpravy_a_vestnik/Publikace.page?FileId=2340)
- KULHÁNEK, L. a kol., 2004: *Komparace kapitálových trhů v České republice a Evropské unii*. Karviná: Slezská univerzita, 308 s. ISBN 80-7248-289-0.
- LIŠKA, V., GAZDA, J., 2001: *IPO Kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ Editio, 169 s. ISBN 80-86009-36-X.
- MLÁDEK, R., 2005: *Světové účetnictví: IFRS, US GAPP. Díl 1*. Praha: Linde. 3. vyd. 415 s. ISBN 80-7201-519-2.
- PAVLÁT, V. a kol., 2003: *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing. ISBN 80-86419-33-9.
- REJNUŠ, O., 2005: *Peněžní ekonomie – Finanční trhy*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 254 s. ISBN 80-214-2979-8.
- RITTER, J. R., 2007: *Some Factoids about the 2006 IPO Market* [online]. [cit. 2007-10-02]. Dostupné z: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších právních předpisů.

Adresa

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D., Ústav ekonomiky, Fakulta podnikatelská VUT v Brně, Kolejní 2906/4, 61200 Brno, Česká republika, e-mail: [meluzint@fbm.vutbr.cz](mailto:meluzint@fbm.vutbr.cz)

