

## KOMPARACE TEORETICKÝCH A PRAKTICKÝCH PŘÍSTUPŮ K FINANCOVÁNÍ FORMOU IPO NA ČESKÉM KAPITÁLOVÉM TRHU

T. Meluzín

**Došlo: 27. srpna 2008**

### Abstract

MELUZÍN, T.: *Comparison of the theoretical and practical approaches to funding through the IPO way in the Czech capital market*. Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2008, LVI, No. 6, pp. 59–68

Funding development of the company through the “Initial Public Offering” has a high representation globally, the Czech Republic unlike, and belongs to traditional methods of raising funds necessary for development of business in the developed capital markets. In the United States of America, Japan and in the Western Europe countries the method of company funding through IPO has been applying for several decades already. The first public stock offerings began to be applied in these markets in higher volumes from the beginning of the 60<sup>th</sup> of the last century. From that period importance of IPO goes up globally and the initial public stock offerings begin to be applied more and more even in the Central and Eastern European countries. In the conditions of the Czech capital market it is possible to identify only few companies, who attempted to funding through the IPO way at present. Greater part of the Czech companies still undergo the debit funding for financing their further development, namely in the form of bank loans. At the same time it is necessary to take into account, that the debit financing starts, thanks to so-called mortgage crisis in the USA, causing problems and mark up. Admittance of a stakeholder into the company is not convenient for all and thus IPO represents an interesting option of how to acquire a no arrear capital. The aim of this article is to determine the IPO concept, analyse its development at the world stockholder markets, describe the reasons for IPO implementation according to the contemporary professional literature and compare it with the approaches to this particular form of funding with companies that have already implemented IPO at the Czech capital market.

Initial Public Offering, IPO, Theoretical admissions, Practical admissions, Financing, Czech capital market

Financování rozvoje společnosti prostřednictvím „Initial Public Offering“ (IPO) má ve světě, na rozdíl od České republiky, velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičním způsobům získávání peněžních prostředků potřebných pro rozvoj podnikání. Ve Spojených státech, Japonsku a zemích západní Evropy je metoda financování podniků prostřednictvím IPO používána již po několik desetiletí. První 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. V podmínkách českého kapitá-

lového trhu lze v současné době identifikovat pouze několik společností, které přistoupily k této formě financování. Převážná většina českých společností pro financování svého dalšího rozvoje stále preferuje dluhové financování, a to zejména formou bankovních úvěrů. Přitom je třeba si uvědomit, že úvěrování bankami se začíná díky tzv. hypoteční krizi v USA komplikovat a zdražovat. Vstup finančního investora do společnosti není vhodný pro všechny a IPO tak představuje zajímavou možnost jak získat nedluhový kapitál. Hlavním cílem tohoto článku je formulovat přístupy, názory a zkušenosti podniků, které na českém kapitálovém trhu realizovaly prvotní veřejnou nabídku akcií a porovnat je s teoretickými přístupy k této formě financování.

## METODY ZPRACOVÁNÍ

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 v České republice uskutečnily IPO. Při zpracování dané problematiky bylo použito zejména logických a empirických metod.

## VÝSLEDKY VÝZKUMU

Za hlavní výsledky výzkumu lze považovat vymezení pojmu „*Initial Public Offering*“ dle soudobé teorie, zpracování základního přehledu o vývoji počtu IPO a hodnoty získaného kapitálu touto formou financování na světových akciových trzích, posouzení hlavních důvodů pro realizaci IPO dle soudobé teorie a jejich srovnání s praktickými přístupy k této formě financování u podniků, které IPO uskutečnily na českém kapitálovém trhu.

### Vymezení pojmu „*Initial Public Offering*“

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 Evropy.

- Americká SEC definuje IPO jako „*první veřejné vydání akcií podnikem, který nebyl dosud veřejně obchodován*“.
- NASDAQ definuje IPO jako „*první prodej akcií soukromé společnosti veřejnosti*“.
- Podobné definice lze nalézt v pracích Welche (2006), který IPO definuje jako „*mechanismus, prostřednictvím něhož se poprvé dostávají akcie neveřejně obchodovatelných společností k běžným investorům*“.
- Autor Ritter (1998) ve své práci uvádí, že „*IPO nastává v případech, 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 Ross (1996) je IPO definována jako „*první veřejné vydání akcií, které souvisí s rozhodnutím firmy stát se veřejně obchodovatelnou společností*“.
- Dle Cartera (1990) lze IPO definovat jako „*první nabídku akcií nebo obligací veřejnosti emitentem, jehož cenné papíry nebyly doposud kótovány na burze nebo podobném veřejném organizovaném trhu*“.

- Giudici (2005) považuje za IPO „*první umístění cenných papírů, především akcií, na burze*“.
- Khurshed (2000) definuje IPO jako „*první emisi cenných papírů pro širokou veřejnost nebo institucionální investory firmou, která se zároveň kótuje na burze*“.
- Poradenská společnost Ernst & Young (2008) pro účely svých analýz definuje IPO jako „*první nabídku podnikových akcií veřejnosti*“.

Z výše uvedených definicí vyplývá, že většina autorů klade při vymezení tohoto pojmu 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 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.<sup>1</sup> Podle původu akcií nabízených v rámci IPO lze dle literatury Jenkinson a Ljungqvist (2001), Giudici, Vedove a Randone (2005), Huyghebaert a Hulle (2006) rozlišovat:

- **IPO primárních akcií<sup>2</sup>**, při které dochází k emisi nových akcií a jejich uvedení na veřejný primární trh cenných papírů,
- **IPO sekundárních akcií<sup>3</sup>**, 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.

Vzhledem k charakteru tohoto článku bude pojem „*Initial Public Offering*“ dále používán v užším slova smyslu a „*IPO*“ bude představovat zkratku pro **prvotní veřejnou nabídku akcií**.

### Analýza vývoje prvotních veřejných nabídek akcií na světových trzích

Základní přehled o světovém vývoji IPO je uveden v grafu 1. Z něj je patrné, že aktivita v oblasti IPO probíhá v cyklech, které se odvíjejí od vývoje cyklů hospodářských. Období dvanácti 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

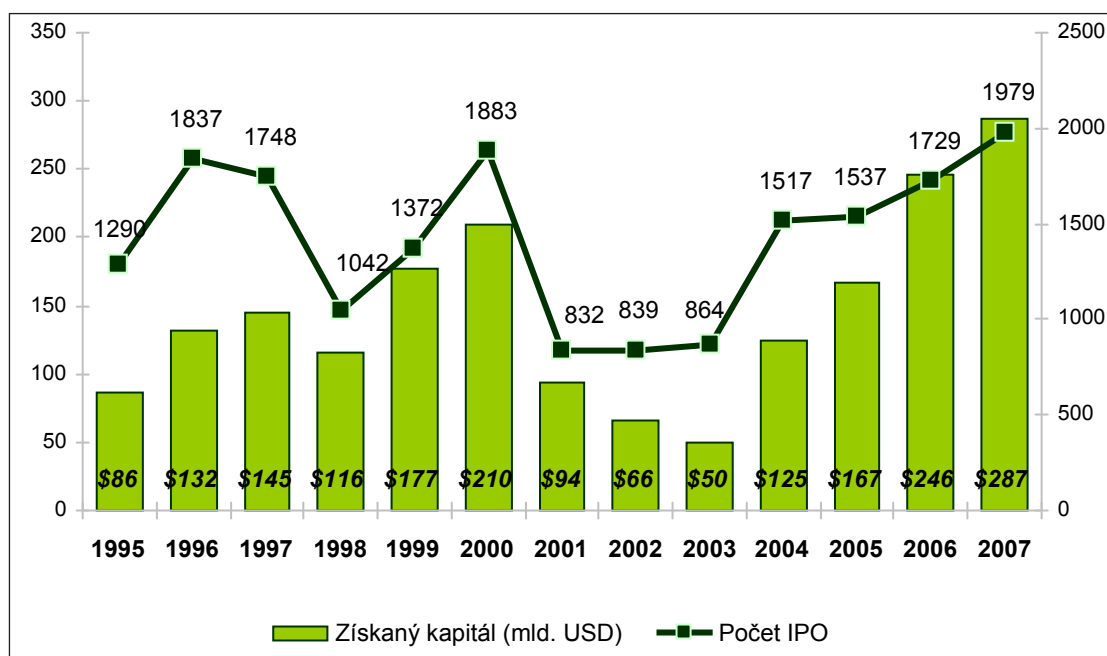
1 Někdy se ještě přihlíží k době mezi předchozí a novou kotací na burze. Například výzkumný tým S. Paleariho z Itálie nepovažuje za IPO veřejnou nabídku uskutečněnou společnostmi, s jejichž akciemi se přestalo na burze obchodovat v minulých pěti letech.

2 Zde je třeba upozornit na skutečnost, že v odborné literatuře neexistuje jednotná definice pojmu „primární cenný papír“. Například v literatuře Rose (1992) a Rejnuš (2005) se za primární cenné papíry považují ty, které směřují přímo od emitenta ke konkrétnímu investorovi a jsou spojeny s tzv. přímým financováním.

3 Podobně jako je tomu u primárních cenných papírů, existují v odborné literatuře různé přístupy k vymezení pojmu „sekundární cenný papír“. Např. v literatuře Rose (1992) a Rejnuš (2005) se za sekundární cenné papíry považují cenné papíry vydané finančním zprostředkovatelem a souvisejí s tzv. nepřímým financováním.

k opětovnému růstu počtu prvotních veřejných nabídek akcií. Zájem o IPO vrcholil 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 i hodnoty kapitálu získaného touto formou financování v posledních čtyřech letech velmi výrazně přispěly tzv. *emerging markets*, tj. nově vznikající trhy, a to zejména z oblasti Brazílie, Ruska, Indie a Číny. V roce 2007 bylo na světových trzích usku-

tečněno 1979 prvotních veřejných nabídek akcií s celkovým výtěžkem v hodnotě 287 mld. USD. Tyto hodnoty lze považovat za historicky rekordní, k jejich výši významnou měrou přispěly Čína (259 nabídek v celkové hodnotě 66 mld. USD), USA (172 nabídek v hodnotě 34,2 mld. USD) a Brazílie (64 nabídek v hodnotě 27,3 mld. USD). V prvním čtvrtletí roku 2008 však dochází – z důvodu tzv. hypoteční krize v USA – téměř na všech globálních akciových trzích k ochlazení zájmu o další IPO. V 1. čtvrtletí roku 2008 bylo uskutečněno celkem 236 IPO v hodnotě 40,9 mld. USD, což představuje, ve srovnání se stejným obdobím roku 2007, 38% pokles v počtu IPO a 15% pokles v hodnotě získaného kapitálu. V roce 2008 lze proto očekávat celosvětový pokles jak v počtu IPO, tak i v hodnotě získaného kapitálu.



Zdroj: Ernst & Young (2008)

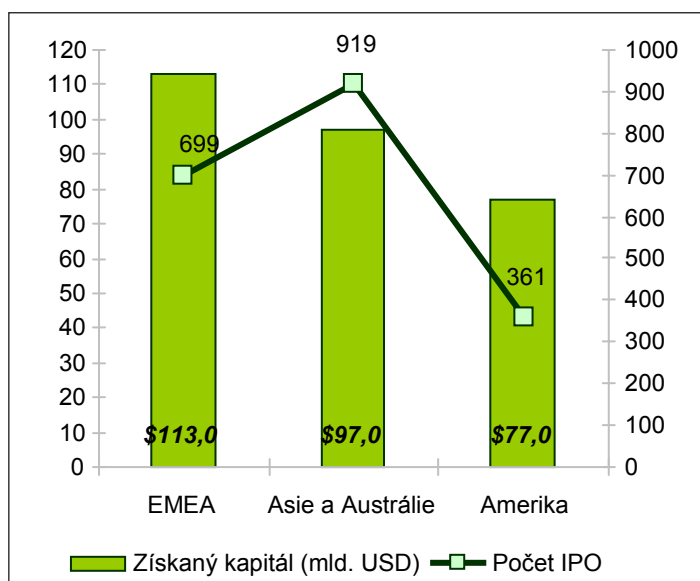
1: Vývoj počtu IPO a získaného kapitálu na světových trzích v letech 1995–2007

V dalším grafu je uveden počet IPO a hodnota získaného kapitálu podle geografického rozložení v roce 2007.

Z grafu 2 vyplývá, že regionálně má největší podíl na celkovém výtěžku z IPO oblast EMEA<sup>4</sup>, která zahrnuje Evropu, Střední východ a Afriku. V této oblasti bylo v roce 2007 získáno téměř 40% 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 34%. V roce 2007 zde bylo realizováno 919 prvotních veřejných nabídek akcií, což představuje více než 46% z celkového počtu IPO na světě. Podíl Ameriky, tj. USA, Kanady a Brazílie na celkovém výtěžku z IPO představuje v roce 2007 cca 27% a podíl na celkovém počtu IPO přibližně 18%.

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



Zdroj: Ernst & Young (2008)

2: Počet IPO a hodnota získaného kapitálu dle geografického rozložení v roce 2007

### Hlavní důvody pro financování rozvoje společnosti formou IPO dle soudobé teorie

V odborné literatuře lze nalézt velké množství důvodů pro vstup firmy na kapitálový trh formou IPO. Dle literatury Paleari (2006) však existují tři hlavní důvody pro realizaci IPO:

- zvýšení kapitálu a získání dalších finančních prostředků pro růst společnosti,
- vylepšení jména a image společnosti,
- 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. Primární trh cenných papírů umožňuje získat kapitál od velkého počtu předem neznámých investorů. Výhodou je rovněž rozdělení kapitálu v požadované výši do velkého počtu akcií s takovou nominální hodnotou, za kterou budou na trhu snadno realizovatelné. Výsledkem je kumulace kapitálu takové hodnoty, jakou by nebyl schopen, resp. ochoten, poskytnout individuální investor, případně omezený počet investorů.

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 vy-

soký růstový potenciál, neboť všechny tyto faktory dle zdroje Pagano (1998) motivují často společnosti ke vstupu na kapitálový trh formou IPO.

Dle literatury Paleari (2006) představuje prvotní veřejná nabídka akcií **mimořádnou finanční operaci**, která umožňuje společnosti zlepšit její likviditu a kapitálovou strukturu. Pro podniky opatřující si základní kapitál formou veřejné emise akcií je typický vyšší podíl vlastního kapitálu na bilanční sumě, tj. nižší úroveň zadluženosti. To snižuje pravděpodobnost jejich bankrotu v období, kdy dosahují ztráty (např. v období všeobecné recese).

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 % z hodnoty emise,
- alternativou k IPO je bankovní úvěr s úrokovou sazbou 5 % p.a. a pravidelnými ročními splátkami po dobu a) 5 let, b) 10 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 tabulce I.

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

## I: Vliv IPO na cash-flow a výsledek hospodaření podniku

Financování formou IPO (mil. EUR)			
Realizační náklady 5 %		Realizační náklady 10 %	
Příjem	30,00	Příjem	30,00
Výdaj	1,50	Výdaj	3,00
<b>Cash flow</b>	<b>28,50</b>	<b>Cash flow</b>	<b>27,00</b>
Náklad	1,50	Náklad	3,00
Výnos	0,00	Výnos	0,00
<b>Výsledek hospodaření</b>	<b>-1,50</b>	<b>Výsledek hospodaření</b>	<b>-3,00</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## II: Vliv bankovního úvěru na cash-flow a výsledek hospodaření podniku

Financování formou bankovního úvěru (mil. EUR)			
Doba splatnosti 5 let		Doba splatnosti 10 let	
Příjem	30,00	Příjem	30,00
Výdaj <sup>5</sup>	34,50	Výdaj	38,25
<b>Cash flow</b>	<b>-4,50</b>	<b>Cash flow</b>	<b>-8,25</b>
Náklad	4,50	Náklad	8,25
Výnos	0,00	Výnos	0,00
<b>Výsledek hospodaření</b>	<b>-4,50</b>	<b>Výsledek hospodaření</b>	<b>-8,25</b>

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. Zde je třeba však zdůraznit, že při rozhodování o realizaci IPO je nutné brát v úvahu také nefinanční kritéria, neboť např. špatně načasovaná emise může mít negativní dopad na další vývoj společnosti.

Dle Ježka (2004) lze uvedení společnosti na burzovní trh také považovat za významný ***marketingový nástroj***. Veřejně obchodovatelné společnosti jsou mnohem intenzivněji sledované médii než ostatní soukromé společnosti. Svoji účastí na burze si tak emitující podniky rovněž zajišťují publicitu a mají snadnější přístup ke zdrojům na mezinárodních finančních trzích. Tuto synergii lze využít k propagaci produktu a získání dalších zákazníků či obchodních partnerů.

Poslední skupina přínosů souvisí s ***výhodami pro stávající akcionáře***, kteří v případě veřejné obchodovatelnosti akcií mohou snáze odprodat své obchodní podíly ve společnosti na sekundárním trhu, což zvyšuje jejich flexibilitu v oblasti finančního rozhodování. Platby na tomto trhu realizované přitom nemají vliv na finanční situaci emitujícího podniku. Základní kapitál získávaný formou veřejné emise

rovněž odstraňuje rozpor mezi velkými akcionáři, kteří chápou svoji investici spíše jako dlouhodobou, a malými akcionáři, kteří jsou naopak orientováni na likvidnost a tudíž krátkodobost své investice. Častým důvodem k realizaci IPO je záměr majoritního vlastníka snížit svůj podíl ve společnosti. Dle literatury Mello a Parsons (1998) pomáhá IPO v některých případech vyřešit problém „***generační obměny***“ v rodinných podnicích. Z pohledu akcionáře je výhodou možnost spoluvlastnický podíl reprezentovaný akcií kdykoliv zpeněžit na sekundárním trhu, což ho činí v jeho finančním rozhodování velmi flexibilním.

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 souvisejí 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***.

V případě porovnání nákladnosti IPO s ostatními zdroji financování je třeba si uvědomit, že vynaložené náklady na realizaci IPO nepředstavují

5 Zahnuje splátku jistiny a zaplacených úroků během doby splatnosti úvěru.



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 tzv. *underpricing*, pro který je možné zavést český ekvivalent „*podhodnocení emisního kurzu akcií*“. Dle literatury Pagano (1998) 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**. 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 citli-

vostí na zveřejňování informací (především v oblasti výzkumu a vývoje) v odvětví společnosti a pravděpodobností uskutečnění IPO.

### Praktické přístupy emitentů k realizaci IPO na českém kapitálovém trhu

V podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financování rozvoje společnosti prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. V novodobé historii českého kapitálového trhu, resp. pražské burzy lze identifikovat pouze několik společností, které přistoupily k této formě financování. Právě tyto společnosti se staly předmětem kvalitativního výzkumu, který byl realizován formou osobního setkání s jejich představiteli, zejména finančními řediteli. Ti mi formou strukturovaného rozhovoru sdělili své přístupy, poznatky a zkušenosti s touto formou financování v českých podmínkách. 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 některých 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 procentuálně 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, právnímu poradcům a finančním auditorům, dále pak poplatky za přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu, poplatky regulatorním orgánům, náklady spojené s prezentací IPO investořům, 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 nabídky výhodnější úvěrové podmínky, včetně nižší úrokové sazby než v období před uskutečněním IPO.

Významný podnět k uskutečnění IPO pocházel od vlastníka zkoumaných podniků, zejména 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.

## DISKUSE

Z dosažených výsledků vyplývá, že 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. Uvědomíme-li si, že veřejný primární trh umožňuje získat kapitál od velkého počtu předem neznámých investorů, lze za výhodu financování formou IPO považovat možnost rozdělit požadovaný kapitál do velkého počtu akcií s takovou nominální hodnotou, za kterou budou na trhu snadno umístitelné. Výsledkem je kumulace kapitálu takové hodnoty, jakou by nebyl schopen, resp. ochoten, poskytnout individuální investor, případně omezený počet investorů. Z provedených výpočtů vyplývá, že jak z pohledu cash-flow, tak z pohledu výsledku hospodaření je možné IPO považovat za výhodnější formu financování než bankovní úvěr, a to i za cenu vyšších nákladů na realizaci IPO.

Uvedení společnosti na burzovní trh lze také považovat za významný marketingový nástroj. Veřejně obchodovatelné společnosti jsou, v porovnání s ostatními soukromými společnostmi, mnohem více sledované médii a emitující podniky si tak svojí účastí na burze mohou zajistit potřebnou publicitu. Další skupina přínosů souvisí s výhodami pro stávající akcionáře, kteří v případě veřejné obchodovatelnosti akcií mohou snáze odprodat své obchodní podíly ve společnosti na sekundárním trhu, což zvyšuje jejich flexibilitu v oblasti finančního rozhodování. Je nutné si však uvědomit, že IPO je také spojena s řadou nákladů, poplatků a povinností, které lze obecně označit za finanční nevýhody prvotní veřejné nabídky akcií. Veřejná emise akcií je dále spojena s nefinančními nevýhodami, mezi které patří zejména plnění pravidelné informační povinnosti, což s sebou do jisté míry přináší i riziko odhalení důležitých podnikatelských záměrů konkurencí.

Podniky, které uskutečnily IPO v České republice, 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 v jejich případě převýšena výhodami, které financování formou IPO poskytuje, a proto se zkoumané podniky rozhodly pro její realizaci.

Emitující společnosti, v souladu s uvedenými teoretickými přístupy k IPO, označily za hlavní důvod k její realizaci získání potřebného kapitálu bez nutnosti jeho splacení a optimalizaci 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 souvisejí se zvýšením všeobecného povědomí o nabízených produktech a službách, a měřítko úspěšné činnosti společnosti a jejího managementu patřily k dalším skutečnostem, které zkoumané podniky přiměly ke vstupu na veřejný kapitálový trh.

Z výzkumu vyplývá, že 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 (zejména fondů rizikového kapitálu), kteří chtějí v rámci IPO odprodat své podíly ve společnosti.

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 potvrzují, že porovnání nákladnosti IPO s ostatními zdroji financování je do určité míry zavádějící, neboť 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. V případě realizace IPO je potřeba počítat s tím, že management společnosti bude věnovat většinu svého času právě její přípravě, což se do určité míry může projevit i ve zpomalení dosud se rozvíjejících podnikatelských aktivit společnosti. Zkoumané podniky udávají, že další náročnou

činností v procesu IPO je vytvoření prospektu a jeho prezentace investorům. Po realizaci IPO je nutné se připravit 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 veřejných kapitálových trzích.

Za zajímavý poznatek, který většinou v odborné literatuře není zdůrazňován, je možné označit názor emitujících společností, který spočívá v 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. Dle zkoumaných podniků není možné při rozhodování o realizaci IPO brát v úvahu pouze finanční kritéria, neboť vstup společnosti na kapitálový trh je, v porovnání s jinými formami financování, nevratný proces, na který musí být společnost dlouhodobě připravena.

## ZÁVĚR

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. 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. Několik prvotních veřejných nabídek akcií realizovaných během posledních dvou let na pražské burze naznačuje, že nedůvěra v český kapitálový trh je již na ústupu a lze proto předpokládat, že také přední české společnosti se brzy odpoutají od své 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.

## SOUHRN

Cílem článku bylo vymezit pojem IPO, analyzovat jeho vývoj na světových akciových trzích, popsat důvody pro realizaci IPO dle soudobé odborné literatury a porovnat je s přístupy k této formě financování u podniků, které IPO již uskutečnily na českém kapitálovém trhu. Z výsledků sekundárního výzkumu literárních zdrojů, které se zabývají uvedenou problematikou, vyplývá, že za hlavní důvod pro realizaci IPO je možné považovat získání potřebných finančních zdrojů pro rozvoj společnosti



bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním. Z provedených výpočtů vyplývá, že jak z pohledu cash-flow, tak z pohledu výsledku hospodaření je možné IPO považovat za výhodnější formu financování než bankovní úvěr, a to i za cenu vyšších nákladů na realizaci IPO. Uvedení společnosti na burzovní trh lze také považovat za významný marketingový nástroj. Další skupina přínosů souvisí s výhodami pro stávající akcionáře, kteří v případě veřejné obchodovatelnosti akcií mohou snáze odprodat své obchodní podíly ve společnosti na sekundárním trhu, což zvyšuje jejich flexibilitu v oblasti finančního rozhodování.

Prvotní veřejná nabídka akcií je však také spojena s řadou nákladů, poplatků a povinností, které lze obecně označit za její finanční nevýhody. Veřejná emise akcií je dále spojena s nefinančními nevýhodami, mezi které patří zejména plnění pravidelné informační povinnosti, což s sebou do jisté míry přináší i riziko odhalení důležitých podnikatelských záměrů konkurencí.

Emitující společnosti, v souladu s uvedenými teoretickými přístupy k IPO, označily za hlavní důvod k její realizaci získání potřebného kapitálu bez nutnosti jeho splacení a optimalizaci 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.

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. Po realizaci IPO je nutné se připravit 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.

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.

prvotní veřejná nabídka akcií, IPO, teoretické přístupy, praktické přístupy, financování, český kapitálový trh

## SUMMARY

The aim of this article is to determine the IPO concept, analyse its development at the world stockholder markets, describe the reasons for IPO implementation according to the contemporary professional literature and compare it with the approaches to this particular form of funding with companies, who have already implemented IPO in the Czech capital market. From the facts of the secondary research of literature sources, which deal with the introduced matter, it results, that as the main reason for IPO implementation it is possible to consider the acquisition of needed funds for the company expansion without limitations, which might be joined with the debit funding. From the performed calculations results, that both from the point of view of cash-flow, so from the point of view of trading income, it is possible to treat IPO as preferable form of funding, better than the bank loan, and that even for the price of higher costs of IPO realization. Entry of the company in the stock market can be regarded as an important marketing tool as well. Further group of benefits is connected with the advantages for current shareholders, who, in case of public merchantability of shares, may in an easier way sell out their business shares in the company on the secondary market, which increases their flexibility in the field of financial decision making.

The primary public stock option is, however, also joined with a set of costs, fees and duties, which in general can be described as financially inconvenient. The public share issue is further joined with non-financial disadvantages, among them belongs particularly observance of a regular information duties, which bring along to a certain extent a risk of disclosure of the important business plans to competitors.

The issuing companies, in accord with the introduced theoretical approach to IPO, marked as a main reason to its implementation the acquisition of needed capital without necessity of its reimbursement, and optimization of their capital portfolio, which made it possible to cut the company overall costs for acquiring further capital, mainly of debt character. An important impulse to IPO implementation came by the investigated companies from their majority shareholder. In this case the issuing companies were being prepared on a long-term basis for the entry to the stock market that was joined with completion and valorisation of the investment into the risk capital fund. The marketing rea-

sons, which relate with the companies enhanced knowledge of products and services, whose shares are already merchandised in the public market, and the benchmark of their successful activities and their management ranked to further facts, which urged the investigated companies to enter the public stock market.

As for the financial disadvantages joined with IPO, the investigated companies accord, that the primary public stock option is joined with a rather high cost for external advisers, for internal human resources and for processes inside the company. After the IPO implementation it is necessary to prepare themselves for introduction of new processes inside firm, which are joined mainly with observance in filling the regular information duty assigned to companies, the shares of which are merchandised in the public stock market.

The investigated companies came to a verdict, that admission into a stock market using the IPO way should be a natural part of a company development and should not be perceived only as an alternative source for a procurement of needed monetary funds for particular capital assets. By IPO implementation decision making is not possible to take into account purely financial criteria, because the stock market entry is, in comparison with other funding forms, an irrevocable process, to which the company should get ready in a long-term perspective.

### LITERATURA

- CARTER, R. B., MANASTER, S., 1990: Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, p. 1045. ISSN 0022-1082.
- Ernst & Young., 2008: *Growth during economic uncertainty: Global IPO Trends Report 2008* [online]. [cit. 2008-06-02]. Dostupné z: [http://www.ey.com/global/content.nsf/International/SGM\\_IPO\\_Trends\\_2008](http://www.ey.com/global/content.nsf/International/SGM_IPO_Trends_2008).
- GIUDICI, G., VEDOVE, F. D., RANDONE, P. A., 2005: The Evolution of Initial Public Offerings in Italy. *BltNotes*, No. 14, 34 s.
- HUYGHEBAERT, N., VAN HULLE, C., 2006: Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, s. 296–320. ISSN 0929-1199.
- CHEMMANUR, T., FULGHIERI, P., 1995: *Information production, private equity financing, and the going public decision*. Working Paper, Columbia University.
- JENKINSON, T., LJUNGQVIST, A., 2001: *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Oxford University Press, 254 s. ISBN 0-19-829599-5.
- JEŽEK, T. a kol., 2004: *Jak emitovat akcie a dluhopisy na kapitálovém trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry. ISBN 80-239-2193-2.
- MELLO, A. S., PARSONS, J. E., 1998: Going Public and the Ownership Structure of the Firm. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, s. 79–109. ISSN 0304-405X.
- KHURSHED, A., 2000: Discussion of Does the Presence of Venture Capitalists Improve the Survival Profile of IPO firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, No. 9, p. 1177–1183. ISSN 0306-686X.
- PAGANO, M., PANETTA, F., ZINGALES, L., 1998: Why do companies go public. An empirical analysis. *Journal of Finance*, Vol. 53, p. 27–64. ISSN 0022-1082.
- PALEARI, S. et al., 2006: *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- REJNUŠ, O., 2005: *Peněžní ekonomie – Finanční trhy*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 254 s. ISBN 80-214-2979-8.
- RITTER, J. R., 1998: Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, p. 5–30.
- ROCK, K., 1986: Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, p. 187–212. ISSN 0304-405X.
- ROSE, P. S., 1992: *Money and capital markets*. Boston: IRWIN, 1992. 4<sup>th</sup> edition. ISBN 80-205-0192-4.
- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JORDAN, B. D., 1996: *Essentials of Corporate Finance*. USA: Von Hoffmann Press, Inc. 528 s. ISBN 0-256-16986-1.
- WELCH, I., 2006: *A First Course in Finance* [online]. [cit. 2006-08-22]. Dostupné z: <http://welch.econ.brown.edu/book/824> s.
- YOSHA, O., 1995: Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4, p. 3–20. ISSN 1042-9573.
- <http://ir.nasdaq.com/glossary.cfm?FirstLetter=i>
- <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17327.htm>

Adresa

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D., Ústav ekonomiky, Fakulta podnikatelská VUT v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Česká republika, e-mail: [meluzint@fbm.vutbr.cz](mailto:meluzint@fbm.vutbr.cz)