

ANALÝZA HLAVNÍCH CHARAKTERISTIK „INITIAL PUBLIC OFFERING“ V ČESKÉ REPUBLICE A PERSPEKTIVY JEJICH DALŠÍHO VÝVOJE

T. Meluzín

Došlo: 18. února 2009

Abstract

MELUZÍN, T.: *Analysis of the main characteristics of Initial Public Offerings in the Czech Republic and perspectives of their further development.* Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2009, LVII, No. 3, pp. 97–106

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 60th 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. Since 2004, several companies that have opted for this form of financing can be found in the Czech Republic as well. The objective of the paper is to analyze the main characteristics of initial public offerings of shares effected on the Czech capital market between 2004 and 2008 and to outline the perspectives of further development in this area.

IPO, Czech capital market, financing, characteristics of IPOs, perspectives of IPOs

Financování rozvoje společnosti prostřednictvím „Initial Public Offering“ má ve světě velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičním způsobům získávání peněžních prostředků potřebných pro rozvoj podnikání. 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. Také v České republice lze od roku 2004 identifikovat několik společností, které přistoupily k této formě financování. Cílem článku je analyzovat hlavní charakteristiky prvotních veřejných nabídek akcií, které se uskutečnily na českém kapitálovém trhu v letech 2004–2008 a nastínit perspektivy dalšího vývoje v této oblasti.

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 rozboru emisních prospektů a výročních zpráv emitujících společností a na základě konzultací s jejich představiteli. 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 a zpracování přehledu o hlavních charakteristikách IPO, které se uskutečnily na českém kapitálovém trhu v letech 2004–2008.

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 papírů¹**, 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.²

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 akcií³**, při které dochází k emisi nových akcií a jejich uvedení na veřejný primární trh cenných papírů,
- **IPO sekundárních akcií⁴**, 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 hlavních charakteristik IPO na českém kapitálovém trhu

V podmínkách českého kapitálového trhu není zatím příliš obvyklé financování rozvoje společnosti prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií.⁵ V novodobé historii českého kapitálového trhu, resp. pražské burzy lze teprve od roku 2004 identifikovat několik společností, které přistoupily k této formě financování. Tyto společnosti se staly předmětem výzkumu, jehož cílem bylo určit hlavní charakteristiky prvotních veřejných nabídek akcií uskutečněných v České republice v letech 2004–2008.

Za hlavní charakteristiky IPO byly vybrány:

- počet emitovaných akcií před a po realizaci IPO,
- struktura upsaných akcií (podíl primárních a sekundárních akcií na jejich prvotní veřejné nabídce, včetně opce navýšení⁶),

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

2 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 společností, s jejichž akciemi se přestalo na burze obchodovat v minulých pěti letech.

3 Zde je třeba upozornit na skutečnost, že v odborné literatuře neexistuje jednotná definice pojmu „primární cenný papír“. Například v literatuře Rose (1992) a Rejnuš (2008) se za primární cenné papíry považují ty, které směřují přímo od emitenta ke konkrétnímu investorovi a jsou spojeny s tzv. přímým financováním.

4 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 (2008) se za sekundární cenné papíry považují cenné papíry vydané finančním zprostředkovatelem a souvisejí s tzv. nepřímým financováním.

5 Analýze hlavních příčin nízkého zájmu českých podniků o financování svého rozvoje prostřednictvím veřejné emise akcií byl věnován článek Meluzín (2008).

6 V angl. označovaná jako *Green Shoe option*, 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 dnů ode dne oznámení nabídkové ceny. Jejím cílem je zajistit, aby cena akcií výrazně neklesala pod emisní kurz, a garantovat likviditu a stabilitu emise v počáteční fázi jejího obchodování.

- *free float* (část základního kapitálu, která je veřejně obchodovatelná a nevlastní ji strategií investoři),
- struktura investorů (podíl institucionálních a drobných investorů na úpisu akcií při jejich prvotní veřejné nabídce),
- velikost emise (celkový počet upsaných akcií násobený emisním kurzem),
- hrubý výnos společnosti z IPO (počet nově emitovaných akcií násobený emisním kurzem),
- náklady spojené s IPO (členěné na poplatky upisovatelům a ostatní přímé náklady),
- čistý výnos společnosti (část výtěžku z IPO, kterou společnost použila na financování svého rozvoje),
- *underpricing* (podhodnocení emisního kurzu akcií)⁷.

Přehled hlavních charakteristik prvotních veřejných nabídek akcií, které se uskutečnily na českém kapitálovém trhu v letech 2004–2008, je uveden v tabulce I. Následuje stručný popis emitujících společností a zhodnocení získaných výsledků. Společnosti jsou uvedeny chronologicky dle jejich vstupu na český kapitálový trh.

Za první společnost, která na českém kapitálovém trhu uskutečnila IPO, je obvykle označována **Zentiva, N.V.** (dále jen Zentiva). Pro přesnost je však nutné uvést, že Zentiva představuje první společnost, která uskutečnila IPO na pražské burze⁸. Společnost Zentiva je mezinárodní farmaceutickou společností se zaměřením na vývoj, výrobu a prodej moderních značkových generických farmaceutických přípravků. Akcie firmy Zentiva byly v červnu roku 2004 kótovány na pražské burze a ve formě globálních depozitních akcií⁹ na londýnské burze. 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 kapitálu. 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 fondů 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 % celko-

vého počtu akcií společnosti. **Celková velikost IPO** činila cca 174,9 mil. EUR, a hrubý výnos společnosti cca 65,85 mil. EUR. Poptávka investorů po akciích společnosti během její IPO převýšila přibližně pětikrát 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 58,67 mil. EUR. **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. Z tabulky I vyplývá, že 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 80,72 mil. EUR a hrubý výnos společnosti cca 65,92 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 spo-

7 Dle literatury Loughran et al. (1994) a Paleari (2006) 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“. 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.

8 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.

9 V angl. označované jaké „Global Depositary Shares“ (GDS).

I: Přehled hlavních charakteristik prvotních veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu v letech 2004–2008

Charakteristika IPO	Emitující společnost					
	ZENTIVA	ECM	PEGAS	AAA	VGP	NWR
Datum uskutečnění IPO	28. 6. 2004	7. 12. 2006	18. 12. 2006	24. 9. 2007	7. 12. 2007	6. 5. 2008
Počet akcií před IPO (ks)	33 806 334,00	2 460 000,00	7 419 400,00	50 000 000,00	15 000 000,00	250 239 999,00
Struktura upsaných akcií						
primární akcie (ks)	4 329 896,00	1 275 000,00	1 810 000,00	17 757 875,00	3 278 688,00	130500 000,00
opce navýšení (ks)	0,00	127 500,00	0,00	0,00	304 362,00	0,00
sekundární akcie (ks)	5 670 104,00	315 030,00	2 575 000,00	0,00	0,00	69 513 344,00
opce navýšení (ks)	1 500 000,00	0,00	657 750,0	0,00	0,00	12 452 001,00
Celkový počet upsaných akcií (ks)	11 500 000,00	1 717 530,00	5 042 750,00	17 757 875,00	3 583 050,00	95 465 345,00
Počet akcií po IPO (ks)	38 136 230,00	3 862 500,00	9 229 400,00	67 757 875,00	18 583 050,00	263 739 999,00
Free float (rozptyl akcií) [%]	30,16	44,47	54,64	26,21	3,28	36,20
Struktura investorů						
institucionální investoři [%]	100,00	90,00	90,00	61,00	-	90,00
retailoví investoři [%]	0,00	10,00	10,00	39,00	17,00	10,00
Emisní kurz (EUR/akcie)	15,21	47,00	27,00	2,00	15,25	16,56
Velikost emise (EUR)	174 898 087,17	80 723 910,00	136 154 250,00	35 515 750,00	54 641 512,50	1 581 144 776,56
Hrubý výnos společnosti (EUR)	65 851 350,27	65 917 500,00	48 870 000,00	35 515 750,00	54 641 512,50	223 593 750,00
Náklady IPO						
poplatky upisovatelům (EUR)	6 995 923,49	4 036 196,00	4 766 000,00	1 052 379,00	-	47 434 343,3
ostatní přímé náklady (EUR)	4 546 879,90	1 500 000,00	5 150 000,00	1 347 621,00	-	41 218 448,75
celkem (EUR)	11 542 803,39	5 536 196,00	9 916 000,00	2 400 000,00	4 917 736,00	88 652 792,05
Čistý výnos společnosti (EUR)	58 670 429,60	61 119 875,00	42 000 000,00	33 115 750,00	49 723 776,50	175 667 488,75
Závěrečný kurz 1. dne obchodování (EUR/akcie)	15,82	52,50	28,22	2,00	15,60	17,81
Underpricing [%]	4,02	11,70	4,53	0,05	2,30	7,55

Zdroj: vlastní zpracování

jených s IPO si společnost ECM nepřála zveřejnit. Čistý výnos společnosti, který byl použit na její rozvoj, činil cca 61,12 mil. EUR. **Nepřímý náklad IPO**, tzv. *underpricing* 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. Akcie společnosti Pegas byly v prosinci roku 2006 přijaty k obchodování na pražské a varšavské burze cenných papírů. Společnost Pegas realizovala, podobně jako předchozí emitenti, **kombinovanou IPO**. Investořům 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**. 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 podhodnocením emisního kurzu akcií, činil cca 4,53 % z objemu emise.

V druhé polovině roku 2007 se na českém kapitálovém trhu, přes počínající hypoteční krizi a s tím související nejistotu na finančních trzích, uskutečnily další dvě prvotní veřejné nabídky akcií. První z nich uskutečnila společnost **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. Akcie společnosti AAA Auto byly v září roku 2007 přijaty k obchodování na pražské

a budapešťské burze. Z tabulky I 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, na rozdíl 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. 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. **Čistý výnos společnosti**, který byl použit zejména na její další rozvoj, představoval cca 33,1 mil. EUR. **Nepřímý náklad IPO**, spojený s podhodnocením emisního kurzu akcií, činil cca 0,05 % z objemu emise.

Druhou emitující společností v roce 2007 byla společnost **VGP, N.V.** (dále jen VGP). Jedná se o realitní skupinu se specializací na akvizice, developement a správu semiindustriálních objektů. Na sklonku roku 2007 uskutečnila společnost VGP svoji prvotní veřejnou nabídku akcií na pražské burze. Společnost uskutečnila, podobně jako společnost AAA Auto, tzv. **IPO primárních akcií**. Veřejnosti byly nabídnuty pouze nově emitované akcie, které měly společnosti sloužit k realizaci jejích podnikatelských záměrů, zejména k nákupu pozemků, dokončení rozestavěné výstavby a vybudování a rozvoj projektů v obchodních parcích. V případě emise společnosti VGP je nutné uvést, že 83 % akcií nabízených v rámci IPO zůstalo v držení „osob spřízněných s majiteli“, a proto reálný *free float* dosahoval pouze 3,28 %. **Velikost IPO, resp. hrubý výnos společnosti** činil cca 54,64 mil. EUR. **Celkové přímé náklady** prvotní veřejné nabídky akcií společnosti VGP činily cca 9 % z objemu emise, konkrétní strukturu těchto nákladů si však společnost nepřála zveřejnit. **Čistý výnos společnosti**, který byl použit k financování jejích podnikatelských aktivit, představoval dle provedených výpočtů cca 49,72 mld. EUR. **Nepřímý náklad IPO**, tzv. *underpricing* činil cca 2,30 % z objemu emise.

K datu zpracování tohoto příspěvku představuje poslední společnost, která na českém kapitálovém trhu uskutečnila IPO, **New World Resources, N.V.** (dále jen NWR). Emitent je prostřednictvím své dceřiné společnosti OKD, a.s. největší společností těžící

černé uhlí a předním producentem černého uhlí v České republice a v geografickém regionu Střední Evropy. Akcie společnosti NWR byly v květnu roku 2008 přijaty k obchodování na pražské, varšavské a londýnské burze. Z tabulky I vyplývá, že společnost NWR uskutečnila **kombinovanou IPO**, neboť veřejnosti nabízela jak primární akcie, které jí měly zajistit získání potřebných finančních zdrojů pro realizaci růstových příležitostí, tak akcie sekundární, které sloužily k odprodeji obchodních podílů stávajících akcionářů. Vzhledem k tomu, že téměř 60 % z celkového počtu akcií nabízených v rámci IPO tvořily akcie sekundární, lze konstatovat, že hlavním cílem IPO byl **odprodej akcií stávajících akcionářů na burzovních trzích**. Prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií bylo veřejnosti, kterou představovaly zejména institucionální investoři, nabídnuto přes 36 % celkového počtu akcií společnosti. **Celková velikost IPO** činila cca 1,58 mld. EUR, a lze tak hovořit o doposud největší IPO v novodobé historii pražské burzy. Hrubý výnos společnosti činil cca 223,6 mil. EUR. Poptávka investorů po akciích společnosti během její IPO převýšila přibližně sedmkrát jejich nabídku. **Celkové přímé náklady** prvotní veřejné nabídky akcií společnosti NWR činily cca 5,61 % z objemu emise. Největší část těchto nákladů představovaly poplatky upisovatelům, které činily 3 % z objemu emise. **Čistý výnos společnosti**, který byl použit k financování jejího dalšího rozvoje, představoval dle provedených výpočtů cca 175,67 mil. EUR. **Nepřímý náklad IPO** související s podhodnocením emisního kurzu akcií během jejich první veřejné nabídky činil cca 7,55 % z objemu emise.

Zhodnocení získaných výsledků

Na základě provedené analýzy prvotních veřejných nabídek akcií, které byly dosud realizovány na českém kapitálovém trhu, lze konstatovat následující skutečnosti:

- 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**.

- **Velikost emise** byla velmi rozdílná, minimální hodnota činila 35,5 mil. EUR, maximální hodnota 1,58 mld. EUR a medián 108,44 mil. EUR.
- **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 5,6–9,0 % 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 emisního kurzu akcií, který je označován za **nepřímý náklad IPO**.

ZÁVĚR A PERSPEKTIVY DALŠÍHO 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, a to alokační funkce. 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. Také v České republice lze od roku 2004 identifikovat několik společností, které přistoupily k této formě financování. Tyto společnosti se staly předmětem výzkumu, jehož cílem bylo určit základní charakteristiky prvotních veřejných nabídek akcií, které se uskutečnily v České republice v letech 2004–2008.

Pokud se týká perspektivy externího financování korporací prostřednictvím veřejné emise akcií, je třeba si uvědomit, že aktivita v oblasti IPO úzce koresponduje s vývojem hospodářských cyklů. 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. Z tohoto důvodu je nezbytné při emitování akcií, jakož i ostatních cenných papírů přihlížet k působení hospodářského cyklu. Z makroekonomického hlediska lze za nejpříznivější období pro realizaci IPO označit růstovou fázi hospodářského cyklu, tj.

období ekonomické konjunktury. Akciový kapitál se stává dostupným v rostoucí ekonomice, protože existují vysoká zisková očekávání jak na straně emitentů, tak na straně investorů. Vzhledem k probíhající globální finanční krizi lze předpokládat, že v nejbližších letech dojde k výraznému poklesu v počtu IPO na všech světových akciových trzích. V České republice lze dokonce očekávat, že do doby, než dojde k oživení ekonomiky a následnému hospodářskému růstu zde nebude žádná další IPO uskutečněna. Tuto nepříznivou predikci budoucího vývoje v oblasti IPO potvrzuje i skutečnost, že prvotní veřejné nabídky akcií, které měly být realizovány na českém kapitálovém trhu v období od druhé poloviny roku

2008 do současnosti, byly odloženy do příznivějších ekonomických podmínek, které umožní emitujícím společnostem další růst a rozvoj. Nezbývá než doufat, že po odeznění finanční krize a následném oživení ekonomiky budou i další společnosti vstupovat na český kapitálový trh prostřednictvím IPO a dojde tak k rozšíření portfolia úspěšných emitentů v České republice. V této souvislosti je vhodné upozornit, že stejným způsobem, jakým podniky diverzifikují svá aktiva, by měly využívat i vícezdrojového financování. To jim umožní vyvažovat nevýhody dlouhého financování společně s omezenou tvorbou interních zdrojů s výhodami, které IPO poskytuje.

SOUHRN

Cílem článku je analyzovat hlavní charakteristiky prvotních veřejných nabídek akcií, které se uskutečnily na českém kapitálovém trhu v letech 2004–2008 a nastínit perspektivy dalšího vývoje v této oblasti. Za hlavní charakteristiky IPO byly vybrány: počet emitovaných akcií před a po realizaci IPO, struktura upsaných akcií, *free float*, struktura investorů, velikost emise, hrubý a čistý výnos společnosti z IPO, náklady spojené s IPO a *underpricing*. Z výsledků analýzy 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. Z tohoto důvodu byla IPO také většinou realizována formou duální kotace na tuzemském a zahraničním burzovním trhu. Pokud se týká struktury akcií nabízených při IPO, 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. Hlavní skupinu investorů tvořili investoři institucionální, kteří 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. Velikost emise byla velmi rozdílná, minimální hodnota činila 35,5 mil. EUR, maximální hodnota 1,58 mld. EUR a medián 108,44 mil. EUR. Na základě provedených výpočtů bylo zjištěno, že celkové přímé náklady IPO se na českém kapitálovém trhu pohybují v rozmezí 5,6–9,0 % z objemu emise. Největší nákladovou položku představuje odměna manažerovi emise. Její výše u realizovaných IPO činila 2,96–5,0 % z objemu emise. Pokud se týká nepřímého nákladu spojeného s IPO, tzv. podhodnocení emisního kurzu akcií, nelze učinit jednoznačný závěr o jeho velikosti v českých podmínkách. Predikce budoucího vývoje v oblasti IPO se jeví jako nepříznivá. Lze předpokládat, že vzhledem k probíhající globální finanční krizi dojde v nejbližších letech k výraznému poklesu v počtu IPO na všech světových akciových trzích. V České republice lze dokonce očekávat, že do doby, než dojde k oživení ekonomiky a následnému hospodářskému růstu, zde nebude žádná další IPO uskutečněna. Nezbývá než doufat, že po odeznění finanční krize budou i další společnosti vstupovat na český kapitálový trh prostřednictvím IPO a dojde tak k rozšíření portfolia úspěšných emitentů v České republice. Práce byla uskutečněna za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu č. 402/09/P134 s názvem „Rozhodovací model financování podniků prostřednictvím IPO“.

IPO, český kapitálový trh, financování, charakteristiky IPO, perspektivy IPO

SUMMARY

The objective of the paper is to analyze the main characteristics of initial public offerings of shares effected on the Czech capital market between 2004 and 2008 and to outline the perspectives of further development in this area. The following characteristics were chosen as the main characteristics of IPOs: number of shares issued prior to and after the IPO, structure of the subscribed shares, free float, shareholder structure, size of issue, gross and net proceeds of the company from the IPO, costs of the IPO and underpricing. The analysis shows that IPOs were carried out solely by supranational companies of a holding type which conduct business in the territory of the Czech Republic

but the parent companies of which are incorporated abroad, in a country where companies are accustomed to using the capital market to obtain requisite funding. For that reason, IPOs were mostly effected in the form a dual quotation on the domestic and foreign regulated market. As regards the structure of the shares being offered, it was established that most IPOs were of a combined nature whereby the investors were offered both primary and secondary shares. Funds generated by the sale of the newly issued shares were used in particular for further development of the issuers, and for repayment of their debts. The offer of secondary shares was connected mainly with exit from a venture capital fund and return on investment therein. The total number of shares offered in an IPO did not exceed 50% of the company's registered capital in most cases. The main group of investors were institutional investors from EU countries. The interest generally tended to exceed the number of shares on offer to such an extent that the issue manager was able to exercise an option for the subscription of further shares. The size of issue varied greatly, the minimum being EUR 35.5 million, the maximum being EUR 1.58 billion, and the median value EUR 108.44 million. Calculations showed that the direct IPO costs on the Czech capital market range between 5.6% and 9.0% of the value of issue. The biggest cost element is the fee due to the issue manager. In the IPOs actually launched, the management fee ranged between 2.96% and 5.0% of the value of issue. As concerns indirect costs of IPOs, it is impossible to draw a unequivocal conclusion on the amount of such costs in the Czech conditions. Future development in the IPO sphere is predicted to be unfavourable. One may assume that considering the current global financial crisis, there will be a considerable fall in the volume of IPOs in all world share markets in the immediate future. In the Czech Republic, one may even expect that until the economy recovers and subsequently grows, no IPOs will be implemented. Nothing remains but hopes that after the financial crisis is over, more companies will enter the Czech capital market through IPOs and this will widen the portfolio of successful issuers in the Czech Republic. The paper was written with the financial support of the Czech Science Foundation (Grant Agency of the Czech Republic), grant project No. 402/09/P134 "Decision Model of Company Financing via IPO".

Práce byla uskutečněna za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu č. 402/09/P134 s názvem „Rozhodovací model financování podniků prostřednictvím IPO“.

LITERATURA

- AAA Auto, 2007: *Prospectus* [online]. Dostupné z: <http://www.aaaauto.cz/cz/articles.php?c=11> [cit. 2009-02-14].
- CARTER, R. B., MANASTER, S., 1990: Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, p. 1045. ISSN 0022-1082.
- ECM Real, 2006: *Prospekt emitenta* [online]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/cs/download/korporatni-dokumenty/prospekt-eminenta-en.pdf> [cit. 2009-02-14].
- ECM Real, 2006: *Výroční zpráva 2006* [online]. Dostupné z: <http://www.ecm.cz/cs/download/vyrocnizprava-2006.pdf> [cit. 2009-02-14].
- Ernst & Young, 2008: *Growth during economic uncertainty: Global IPO Trends Report 2008* [online]. Dostupné z: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/SGM_IPO_Trends_2008 [cit. 2008-06-02].
- GIUDICI, G., VEDOVE, F. D., RANDONE, P. A., 2005: The evolution of Initial Public Offerings in Italy. *BItNotes*, 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.
- 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.
- 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.
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. R., RYDQVIST, 1994: Initial Public Offerings: International Insight. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, p. 165–199. Updated August 5, 2007. ISSN 0927-538X.
- MELUZÍN, T., 2008: Výzkum příčin nízkého počtu prvotních veřejných nabídek akcií v České republice. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, roč. LVI, č. 3, s. 129–139. ISSN: 1211-8516.
- Nasdaq, 2007: *Glossary* [online]. Dostupné z: <http://ir.nasdaq.com/glossary.cfm?FirstLetter=i> [cit. 2007-09-15].
- NWR, 2008: *IPO Prospectus* [online]. Dostupné z: http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/22/221913/reports/largo_prelim_oktp_prospectus_70101t09_cnb.pdf [cit. 2009-02-14].
- PALEARI, S. et al., 2006: *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft, 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- Pegas, 2006: *Prospectus* [online]. Dostupné z: http://www.pegasas.cz/Data/files/investori/Vyrocnizpravy/VZ06_PEGAS_NONWOVENS_SA.pdf [cit. 2009-02-14].
- Pegas, 2006: *Výroční zpráva 2006* [online]. Dostupné z: http://www.pegasas.cz/Data/files/investori/Vyrocnizpravy/VZ06_PEGAS_NONWOVENS_SA.pdf [cit. 2009-02-14].

- REJNUŠ, O., 2008: *Finanční trhy*. Ostrava: KEY Publishing, 559 s. ISBN: 978-80-87071-87-8.
- RITTER, J. R., 1998: Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, p. 5–30.
- ROSE, P. S., 1992: *Money and capital markets*. Boston: IRWIN, 4th 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.
- U.S. Securities and Exchange Commission, 2007: *Complaint* [online]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17327.htm> [cit. 2007-09-15].
- VGP, 2007: *Prospekt společnosti* [online]. Dostupné z: [http://www.vgp.cz/File/Prospekt-\(EN\).pdf](http://www.vgp.cz/File/Prospekt-(EN).pdf) [cit. 2009-02-14].
- WELCH, I., 2006: *A First Course in Finance* [online]. Dostupné z: <http://welch.econ.brown.edu/book/> [cit. 2006-08-22].
- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.
- Zentiva, 2004: *Prospekt emitenta* [online]. Dostupné z: <http://www.zentiva.cz/download/prospekt/U47380Aprospekt.pdf> [cit. 2009-02-14].
- Zentiva, 2004: *Výroční zpráva 2004* [online]. Dostupné z: http://www.zentiva.cz/download/annual_reports/2004/vz_cz.pdf [cit. 2009-02-14].

Adresa

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D., Ústav ekonomiky, Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Česká republika, e-mail: meluzint@fbm.vutbr.cz

