

**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**

**Institut ekonomických studií**

**Diplomová práce**

**2004**

**Josef Vajsejtl**

**Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**Teoretická a empirická analýza IPO**

**Vypracoval:** Josef Vajsejtl

**Vedoucí:** Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.

**Akademický rok:** 2003/2004

## **Poděkování**

Rodině za veškerou pomoc.

Prof. Mejstříkovi za cenné připomínky a konzultace.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 8.7.2004

podpis studenta

## **ABSTRAKT**

Práce je zaměřena na oblast primárních a sezónních emisí akcií. Hlavní důraz je přitom kladen na dvě oblasti - zmapování vývoje světových trhů IPO a stav trhu s primárními emisemi akcií v České republice. Po stručném shrnutí možností financování firmy na soudobých trzích následuje popis různých forem IPO, které se trh od trhu liší. Následuje analýza dvou specifických fenoménů spojených s IPO – krátkodobého podhodnocování emisních kurzů a dlouhodobé podvýkonnosti emitentů ve srovnání s obdobnými společnostmi, přičemž v obou případech se argumentace soustředí na asymetrickou informaci a omezenou racionalitu některých účastníků trhu. Při následné analýze sezónních emisí akcií je důraz kladen na témata spojená s předkupními právy stávajících akcionářů. V části věnované České republice je pak analyzován zejména vliv jednotlivých faktorů, které bránily rozvoji alokační funkce českého kapitálového trhu. Faktory jsou rozděleny na ekonomické a legislativní, přičemž u každého z nich je popsán i současný stav s ohledem na trh primárních emisí akcií. Dovětek práce je pak věnován první primární emisi akcií realizované na BCPP v červnu 2004.

## **ABSTRACT**

The thesis aims on initial public offerings and seasoned equity offerings. It focuses especially on two major topics – the recent development of the worldwide IPO markets and the situation on the Czech IPO market. After a brief summary of firm's possibilities of its financing on the contemporary markets the thesis describes many kinds of IPO process which differ among the markets. The analysis of two specific IPO phenomenons follows – the short-run underpricing of IPOs and the long-run underperformance of IPO firms compared to similar firms. In both cases the argumentation is based on asymmetric information models and limited rationalism of some market participants. The following analysis of seasoned equity offerings focuses mainly on the rights of current shareholders. In the section about the Czech Republic many different factors and their recent negative consequences for the Czech IPO market are analyzed. The factors are discussed separately according to their origin (either economical or legislative origin) and their contemporary influence on the Czech IPO market is described as well. The first initial public offering on the Prague Stock Exchange took place in June 2004 and is described in the appendix of the thesis.

# OBSAH

<b>Teze diplomové práce.....</b>	<b>8</b>
<b>1. Úvod.....</b>	<b>10</b>
<b>2. IPO a alternativní možnosti financování firmy.....</b>	<b>15</b>
<b>3. Proces spojený s IPO.....</b>	<b>15</b>
1. Výběr trhu.....	15
2. Výběr manažera emise a první fáze spolupráce.....	15
a) <i>úvod</i> .....	15
b) <i>ohodnocovací techniky</i> .....	16
c) <i>vydání prospektu</i> .....	17
3. Marketing.....	18
4. Způsoby určení emisního kurzu a následná alokace akcií.....	19
a) <i>úpis akcií za předem stanovenou pevnou cenu</i> .....	20
b) <i>aukce</i> .....	21
c) <i>bookbuilding</i> .....	21
5. Fáze stabilizace.....	24
6. Náklady IPO.....	25
<b>4. Podhodnocování emisních kurzů akcií.....</b>	<b>27</b>
1. Úvod.....	27
2. Vítězovo prokletí.....	28
3. Podhodnocení jako informační motiv pro investory.....	30
4. Lavinový efekt.....	32
5. Podhodnocení jako prevence před žalobami.....	33
6. Podhodnocení jako signál kvality emitenta.....	34
7. Podhodnocení jako nástroj volby akcionářské struktury.....	35
8. Závěr.....	36
<b>5. Dlouhodobý vývoj na trzích IPO.....</b>	<b>39</b>
1. HDP na trh IPO.....	39
2. Trhy „žhavých emisí“.....	39

<b>3. Dlouhodobá (pod)výkonnost firem po IPO.</b>	41
<i>a) dlouhodobá statistika</i>	41
<i>b) využití opimistimu na trhu</i>	44
<i>c) názorová heterogenita</i>	44
<i>d) „tvorba zisků“</i>	45
<b>4. Reakce trhu na doporučení analytiků.</b>	45
<b>5. Závěr.</b>	47
<b>6. Sezónní emise akcií (SEO).</b>	49
1. Úvod.	49
2. Formy úpisu.	50
3. Náklady SEO.	54
4. Dlouhodobý vývoj firem po SEO.	61
5. Závěr.	64
<b>7. Trh emisí akcií v České republice.</b>	65
1. Úvod.	65
2. Ekonomické bariéry.	66
<i>a) úvod</i>	66
<i>b) kupónová privatizace a její vliv na kapitálový trh v ČR</i>	66
<i>i) ztráta důvěry investorů</i>	67
<i>ii) nedostatečná likvidita</i>	69
<i>iii) nedostatečná vládní podpora IPO</i>	73
<i>iv) vliv bankovního sektoru</i>	74
<i>c) celkový stav českého hospodářství</i>	75
3. Legislativní rámec.	77
<i>a) úvod</i>	77
<i>b) problém dvojího zápis do obchodního rejstříku</i>	78
<i>c) dispozice s právy z upsání nových akcií</i>	79
<i>d) prospekt a některé s ním související náležitosti</i>	80
<i>e) problém nominálního a emisního kurzu akcie</i>	80
<i>f) přednostní práva stávajících akcionářů</i>	81
<i>g) současné podmínky pro přijetí CP k veřejnému obchodování</i>	83
4. Dosavadní aktivita firem v oblasti IPO.	84
5. Závěr.	85

<b>8. Závěr.</b> .....	87
<b>Dovětek.</b> .....	90
<b>Seznam zdrojů.</b> .....	97

# **Teze diplomové práce.**

**Název:** Teoretická a empirická analýza IPO.

**Autor:** Josef Vajsejtl.

**Vedoucí diplomové práce:** Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.

**Předpokládané datum odevzdání diplomové práce:** LS 2004

**Teze:** Primární emise akcií (IPO) je vedle několika dalších způsobů jednou z možností, jak na vyspělých kapitálových trzích poměrně rychle získat kapitál pro financování podnikatelských projektů obchodních společností. Co však firmy motivuje k tomu, aby finanční prostředky získali právě touto cestou, když emisní kurs akcie je velmi často stanoven poměrně ztlačně pod očekávaný reálný kurs akcie a firmy tak o část možných investičních prostředků přicházejí? Jaké jsou další náklady firmy při IPO a jak taková emise na vyspělých trzích probíhá? Souvisí četnost IPO v určitých obdobích s hospodářským cyklem? Jakým způsobem investoři ohodnocují firmy, které se rozhodnou pro IPO? A proč investoři v určitých obdobích tak rádi investují do IPO, přestože většina statistik ukazuje, že z dlouhodobého hlediska je výkonnost takových firem nižší než ostatních srovnatelných společností? Závěry, ke kterým dojdou při hledání odpovědí na výše uvedené otázky, bych poté rád aplikoval při analýze chybějících IPO na českém kapitálovém trhu, ve které se budu zabývat nejen legislativními překážkami, které v nedávné době zcela zásadně omezovaly možnost využití primárních emisí akcií českými podniky, ale i tím, jak by měla taková emise vypadat z pohledu ekonomické teorie v kontextu českých podmínek.



## **Předpokládaná struktura diplomové práce:**

1. Úvod.
2. Různé možnosti financování firmy.
3. Analýza IPO : a) emise akcií firem již veřejně obchodovaných
  - i) různé způsoby emise
  - ii) analýza příčin poklesu kursu akciíb) IPO firem prvně vstupujících na veřejný trh
  - i) motivy firem k IPO
  - ii) podhodnocování emisních kursů
  - iii) výkonnost firem po IPO
  - iv) způsoby a náklady emise
  - v) metody při oceňování firem vstupujících na veřejný trh
4. Rozdíly mezi Evropou a USA.
5. Problematika IPO v ČR.
6. Závěr.

## **Literatura:**

- Ang, James, Jim Brown: „Concealing and confounding adverse signals: Insider wealth maximizing behavior in the IPO process.“ 10/2001.
- Eckbo, Espen B., Ronald W. Masulis, Oywind Norli: „Seasoned public offerings: Resolution of the ‘new issues puzzle‘.“ 1999.
- Gompers, Paul, Joshua Lerner: „The Really Long-run Performance of IPOs: The Pre-Nasdaq Evidence.“ Working Paper: Harvard Business School.
- Jenkinson, Tim, Alexander Ljungqvist: „Going public.“ 9/2001.
- Komise pro cenné papíry: „Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR.“, 2/2001.
- Loughran, Tim, Jay R. Ritter: „Why has IPO underpricing changed over time?“, 9/2003.
- Ritter, Jay R.: „Differences between European and American IPO Markets.“ European Financial Management, předpoklad 12/2003.

**V Praze dne 9. října 2003**

## **1. Úvod.**

Jednou ze základních podmínek efektivně fungující tržní ekonomiky je plně rozvinutý kapitálový trh, vykonávající standardně dvě hlavní funkce – cenotvornou a alokační. V případě neplnění některé z těchto funkcí existují oprávněné důvody domnívat se, že trh nefunguje zcela efektivně.

Veřejná nabídka primární emise akcií<sup>1</sup> je jedním ze způsobů, jak kapitálový trh může účinně dostát svému alokačnímu poslání. Z pohledu firmy se pak jedná o jednu z mnoha možností, jak na rozvinutých trzích rychle a efektivně financovat svůj ekonomický rozvoj.

V České republice byla prozatím tato forma financování společností stranou zájmu firem i investorů, což bylo dáno jak ekonomickými, tak legislativními překážkami. Ani nedávná celosvětová hluboká recese v oblasti IPO bohužel neskýtala v posledních letech příliš mnoho důvodů k optimismu a přehnaným očekáváním ohledně rozvoje českého trhu s primárními emisemi akcií.

Avšak vzhledem k charakteru primárních emisí akcií, které jsou silně založeny na důvěře investorů, se dá v celosvětovém měřítku očekávat obrát opět k lepšímu. Ostatně známky oživení trhů IPO jsou v posledním roce již více než patrné. Takový vývoj je velmi příznivý, neboť při pohledu na oblast IPO v posledních 50 letech zjistíme, že se jedná o proces silně cyklický, kdy se střídala období až nezdravé důvěry s obdobími totálního nezájmu o primární emise akcií.

Ve své práci bych se rád věnoval problematice primárních emisí akcií jak z pohledu ekonomické teorie podpořené empirickými studiemi z celého světa, tak i hledání příčin nerealizování IPO na českém kapitálovém trhu v uplynulých deseti letech.

Ve druhé kapitole stručně shrnu možnosti firmy, které se jí při volbě financování nabízejí a naznačím, proč některé společnosti v konkurenci ostatních možností volí financování svého dalšího podnikání právě formou primární emise akcií.

Ve třetí kapitole se budu zabývat jednotlivými fázemi procesu spojeného s IPO a zmapuji jeho četné formy, které se často trž od trhu liší. Porovnáám i náklady spojené s jednotlivými metodami úpisu, které musí emitenti vynaložit.

---

*1) V textu této práce budu vedle českého názvosloví používat také zkratku „IPO“ odvozenou z anglického termínu „Initial Public Offering“.*

Ve čtvrté kapitole se budu zabývat specifickým fenoménem pozorovaným u IPO – krátkodobým podhodnocováním emisních kurzů. Zároveň se pokusím najít odpověď na otázku, proč jsou firmy ochotny akceptovat implicitní náklady emise vyplývající z tohoto podhodnocování.

Pátá kapitola je analýzou dlouhodobého vývoje a trendů na trzích primárních emisí akcií. Budu hledat především odpovědi na otázky týkající se cykličnosti trhů primárních emisí akcií a dlouhodobé výkonnosti emitentů. Zároveň se pokusím zhodnotit i racionalitu některých subjektů na trhu IPO operujících.

V šesté kapitole budu analyzovat situaci, kdy emise akcií uskutečňuje společnost, jejíž akcie jsou již na veřejném trhu obchodovány – tato situace je totiž v některých podstatných aspektech značně odlišná od ostatních typů IPO, proto se domnívám, že si zaslouží samostatnou kapitolu.

V sedmé kapitole budu hledat jak ekonomické, tak legislativní příčiny žalostného stavu českého trhu primárních emisí akcií v posledních 10 letech a zároveň se pokusím zanalyzovat současnou situaci a odpovědět na otázku, zda-li již na českém kapitálovém trhu panují dostatečně kvalitní podmínky pro širší užití primárních emisí akcií k financování podnikatelských záměrů.

## 2. IPO a alternativní možnosti financování firmy.

Každá společnost má na vyspělých kapitálových trzích několik možností, jak získat prostředky na rozvoj a správné fungování firmy. Rozhodnutí společnosti o tom, jakou formu a strukturu bude její financování mít, může být stěžejní pro pozdější chod firmy. Z pohledu původu kapitálu se nabízejí dvě možnosti – buď financování z vnitřních zdrojů nebo naopak ze zdrojů vnějších (samozřejmě je možná i kombinace obou variant).

Obecně se dá říci, že firmy z velké části financují své podnikání ze zdrojů vnitřních – tedy reinvestováním zisků dosažených v předchozích letech. Podle některých údajů například v USA dosáhl podíl hrubých investic financovaných touto formou v letech 1970-1994 96,1 %, ve Velké Británii 93,3 % a v Německu pak ve stejném období 78,9 % (viz. tabulka 1). Je ovšem nutno podotknout, že tato data se zdají být poněkud nadsazená, neboť podle jiných zdrojů dosáhl ten samý ukazatel v letech 1970-1985 (ve vzorku ovšem chyběly společnosti z oblasti finančnictví) v USA 66,9 %, ve velké Británii 72 % a v Německu 55,2 %<sup>2</sup>. Přesto je dominance financování z vnitřních zdrojů nad ostatními jasně zřejmá.

Při tomto způsobu financování nevznikají společnosti budoucí náklady na kapitál, nezvyšuje se objem závazků společnosti a pozitivně jsou ovlivněny i finanční ukazatele firmy. Nevýhodou však je, že ne vždy se například nové firmě s nadějným podnikatelským plánem daří v počátcích podnikání vytvářet takové zisky, které by při reinvestování dokázaly využít celý potenciál firmy. Pochopitelně i v pozdějších letech fungování firmy může dojít k situaci, kdy nedostatek vnitřních zdrojů přiměje firmu poohlédnout se po alternativní formě získání kapitálu.

**Tabulka 1: Zdroje financování firem (v % hrubých investic) v l. 1970-1994 .**

	<b>Německo</b>	<b>Japonsko</b>	<b>Velká Británie</b>	<b>USA</b>
<b>Vnitřní zdroje</b>	78,9	69,9	93,3	96,1
<b>Bankovní úvěry</b>	11,9	26,7	14,6	11,1
<b>Dluhopisy</b>	-1	4	4,2	15,4
<b>Nově vydané akcie</b>	0,1	3,5	-4,6	-7,6
<b>Kapitálové transfery</b>	8,7	0	1,7	0
<b>Ostatní</b>	0,2	-4	-0,9	-6,8
<b>Statistická odchylka</b>	1,2	-0,1	-8,3	-8,2

Zdroj: Corbett, Jenkinson: „How is investment financed? A study of Germany, Japan, The united Kingdom and The United States“.

2) Eckbo, Masulis, Norli: „Seasoned Public Offerings: Resolution of the ‘new issues puzzle‘“.

Financování firmy z externích zdrojů může mít poměrně mnoho podob. Základním rozlišovacím prvkem je, zda se jedná o financování, na kterém se firma podílí prostřednictvím vlastního kapitálu (například rizikový kapitál (*venture capital*), veřejný úpis akcií či vstup strategického partnera), či zda se jedná o financování čistě dluhové, tedy prostřednictvím cizího kapitálu (například bankovní úvěry, vydání dluhopisů, leasing, faktoring atd.). Existuje i určitá možnost kombinace obojího (například tichý společník).

Výhody dluhového financování jsou zřejmé. Společnost se nebude muset s nikým dělit o budoucí zisky, kterých dosáhne díky kapitálu získaného například pomocí úvěru, „pouze“ bude muset splácet úroky (které ovšem navíc mají pozitivní vliv při snížení daňového základu). Je ovšem pochopitelné, že pokud by se firma dostala do špatné ekonomické situace a podíl cizího kapitálu na celkových pasivech by byl příliš vysoký, nemusela by se již k nutným dodatečným finančním prostředkům vzhledem k obavám investorů dostat. Ten samý problém - tedy nemožnost získání bankovního úvěru - může potkat i firmu, která se nachází v začátcích svého podnikání, neboť pro ni může být často velmi složité splnit podmínky banky nutné pro udělení úvěru.

Poslední možností je tedy financování firmy pomocí externích zdrojů, které vstoupí do vlastního kapitálu firmy. Zejména na počátku „životního cyklu“ firmy je aktuální financování prostřednictvím rizikových fondů nebo tzv. andělů, což obvykle bývají úspěšní podnikatelé. Často firma k těmto možnostem ani nemá jinou alternativu, díky níž by mohla svou expanzi financovat (například kvůli výše naznačeným problémům se získáním úvěru). Ve skupině takto financovaných firem je typická vysoká úmrtnost, což je ovšem vyváжено tím, že některé firmy naopak dosahují až ohromující návratnosti kapitálu. A právě u těchto firem může později následovat financování prostřednictvím IPO.

Tím se tedy dostáváme k veřejné nabídce primární emise akcií. V zásadě se tento proces může týkat společností ve třech různých situacích. V prvním případě se může jednat o zavedenou firmu, která již delší dobu operuje na trhu a ráda by změnila svou právní formu z například společnosti s ručením omezeným na akciovou společnost. Ve druhém případě se může jednat o poměrně mladou firmu s pro investory lákavým podnikatelským plánem, která se tímto způsobem snaží získat kapitál pro realizaci tohoto plánu. Třetím možným případem je akciová společnost, jejíž akcie jsou již veřejně obchodovány a firma touto cestou navýší své základní jmění a získá tak dodatečné zdroje pro své aktivity.

Zde bych rád podotknul, že právě poslední typ IPO je od prvních dvou uvedených podstatně rozdílný. V české literatuře, se kterou jsem se doposud setkal, bývá sice tento typ emise nazýván jako IPO, v zahraniční literatuře je však často označován jako SEO (zkratka z anglického termínu *seasoned equity offering*) a bývá analyzován odděleně od prvních dvou výše zmíněných případů. Rozdíl spočívá v tom, že u již obchodovaných akcií je známa jejich tržní cena, což má podstatný vliv na emisní kurz dodatečně emitovaných akcií, na chování investorů i na chování firmy samotné. Proto v dalších částech této práce budu pod názvem SEO rozumět emise akcií firem již na burze obchodovaných a analyzovat tuto situaci odděleně od primárních emisí akcií firem (IPO), jejichž akcie ještě na veřejném trhu obchodovány nejsou.

Nyní se tedy od názvosloví vraťme k samotným primárním emisím akcií a ve zkratce si uveďme některé kladné a záporné aspekty s IPO spojené. Mezi pozitivní můžeme mj. počítat:

- získání kapitálu pro další investice a rozvoj firmy
- snížení zadlužení firmy
- diverzifikace podnikatelského rizika z pohledu bývalých vlastníků
- profesionalizace řízení
- zvýšená motivace zaměstnanců (akcie jako forma odměny)
- neplacená reklama při zájmu veřejných médií
- reálné přehodnocení firmy přes fungující kapitálový trh

Mezi negativní efekty, které mohou potenciálního emitenta od IPO naopak odradit, můžeme zařadit:

- přímé náklady emise v podobě poplatků investičním bankám, auditorským a právnickým firmám, poplatky burze atd.
- přímých náklady na publicitu a s ní spojené tiskové konference, náklady na valnou hromadu
- nepřímé náklady emise způsobené podhodnocením emisní ceny akcie vzhledem k následné reálné ceně akcie
- snížené rozhodovací pravomoci starých akcionářů a sdílení budoucích zisků s novými akcionáři
- zvýšená informační povinnost a z ní vyplývající ztráta důvěrnosti informací o společnosti (využitelnost informací konkurenty v oboru)

### 3. Proces spojený s IPO.

Předpokládejme, že společnost se rozhodla, že právě pro ni je veřejný úpis primární emise akcií a pozdější obchodování na veřejném trhu optimálním způsobem, jak financovat své budoucí investice a zajistit další rozvoj firmy. Jak poté probíhá příprava a samotná realizace IPO? Proces si můžeme rozdělit do několika fází.

#### 1. Výběr trhu.

Emitent se musí na počátku celé IPO rozhodnout, na jakém trhu bude vlastně své akcie emitovat. Podmínkou samozřejmě musí být, že na zamýšleném trhu se nacházejí investoři ochotní tuto emisi odkoupit a že firma, resp. její akcie, musí splňovat podmínky nutné ke vstupu a obchodování akcií na vybrané burze.

V dřívějších dobách toto rozhodování nebylo příliš podstatné, neboť téměř vždy se společnost rozhodla pro emisi na domácí akciové burze (nutno podotknout, že často neměla jinou možnost vzhledem k monopolnímu postavení burzy samotné). Za několik posledních let se však situace díky rapidnímu technologickému pokroku zásadně změnila. Postupně se začaly smazávat národní či geografické hranice mezi jednotlivými veřejnými trhy a ty si v důsledku začaly vzájemně více konkurovat.

Produktem této konkurence je vznik mnoha nových burzovních platforem – při překlada z národních řečí trefně pojmenovaných „nový trh“ (*Neuer Markt* v Německu, *Nouveau Marché* ve Francii, *Nuovo Mercato* v Itálii...). Obecně se dá říci, že nové trhy mají méně striktní požadavky na společnosti usilující o vstup na tyto burzy než trhy tradiční – ve smyslu stáří, velikosti či ziskovosti firmy. Na druhou stranu mají oproti tradičním trhům vyšší požadavky týkající se informační povinnosti a transparentnosti obchodování.

#### 2. Výběr manažera emise a první fáze spolupráce.

##### a) úvod

Podstatnou součástí rozhodování společnosti je, koho si zvolí za manažera své emise. Může se jednat pouze o jednu investiční banku (běžné v případě menších IPO) či o konsorcium několika bank, finančních, auditorských a právnických společností, kdy jedna banka je zvolena vedoucím manažerem emise (při IPO společnosti Microsoft dokonce spolupracovalo 114 společností)<sup>3</sup>.

---

3) Brealey, Myers: „*Fundamentals of Corporate Finance*“.

Po uzavření smlouvy přebírá manažer emise převážnou část procesu emise do svých rukou. Začne počáteční seznamovací fáze, kdy manažer emise úzce spolupracuje s firmou a provede její kompletní prověrku a finanční analýzu (*due diligence*) za účelem splnění regulačních požadavků burzy, na které by měla emise proběhnout.

### **b) ohodnocovací techniky**

Klíčovým rozhodnutím pro celou emisi bude především určení emisního kurzu akcie. Během této úvodní fáze dojde k formování prvních odhadů celkové tržní hodnoty společnosti. Ta je stanovována na základě mnoha standardních oceňovacích technik – nejčastěji pak na základě diskontovaného cash flow, podle zůstatkové hodnoty firmy či na základě ohodnocení obdobných konkurenčních podniků, které jsou již na burze obchodovány.

Každá z těchto metod má určité výhody a nevýhody. Nejhlubší teoretické základy ve srovnání s ostatními má ohodnocení formou diskontovaného cash flow, často však nastane situace, kdy je velmi obtížné odhadnout všechny budoucí finanční toky firmy a adekvátní diskontní sazbu.

Pokud se týká odhadu hodnoty firmy na základě zůstatkové ceny aktiv, je tato metoda relevantní víceméně pouze tehdy, pokud je roztříštění tohoto subjektu opravdu žádoucí a pokud jsou ceny aktiv na trzích spolehlivě určeny. Pro většinu emitujících firem ovšem nemá tato metoda příliš velký význam, neboť nedokáže zohlednit například know-how firmy, její dobré jméno a z toho vyplývající růstový potenciál, který je hlavním nositelem celkové hodnoty společnosti.

Velmi často používaným přístupem k ohodnocení emitenta bývá srovnání s obdobnými podniky na trhu, ať už z hlediska velikosti, ziskovosti či oblasti podnikání emitenta. Problémem však může být, že ne vždy je srovnatelná skupina firem k dispozici (případně je srovnání možné pouze částečně).

Pokud však taková komparace možná je, jeho výhodou je malá pravděpodobnost pod- či nadhodnocení emitenta relativně k této srovnatelné skupině. Na druhé straně však může dojít k paradoxní situaci, kdy určité relativně podhodnocené akcie stále ještě mohou být „objektivně“ nadhodnocené, neboť v důsledku ohodnocování firem pouze na základě srovnání s již „tržně ohodnocenými“ obdobnými společnostmi mohou být nesprávně ohodnoceny celé sektory firem.

Detailněji se zde nebudu jednotlivými ohodnocovacími technikami zabývat, neboť postupy při ohodnocování IPO jsou často velmi shodné s postupy ohodnocování firem



v ostatních oblastech ekonomie, které jsou v ekonomické literatuře široce a podrobně zpracovány<sup>4</sup>.

### **c) vydání prospektu**

V počáteční fázi již může investiční banka podniknout první marketingové kroky (pre-marketing phase), kdy rozešle obchodníkům s cennými papíry a institucionálním investorům nejrůznější dokumenty představující emitující společnost. Poté většinou následují schůzky a telefonní hovory s potenciálními investory, kdy se manažer emise snaží investory přesvědčit o kvalitách emitenta. Zároveň mohou někteří investoři být vyzváni, aby investiční bance zaslali dokument, ve kterém by shrnuli své dojmy, představy, obavy a dotazy týkající se emitenta (tzv. feedback form).

Tato úvodní fáze by měla vrcholit vydáním předběžného prospektu (preliminary prospectus) – ještě ne zcela závazného, avšak již oficiálnějšího dokumentu, ve kterém je společnost velmi detailně představena investorům, je popsán podnikatelský plán, jsou obsažena všechna finanční a účetní data. Jednou z funkcí prospektu (především pokud je manažerem emise banka s dobrou pověstí) je velmi často i varování pro investory ohledně potenciálních rizik vyplývajících z investice do emise. Rád bych podotknul, že někteří investoři toto vtipně komentovali tak, že kdyby si prospekt pročetli pozorněji, již by je nikdy nenapadlo uvažovat o investici do nové emise<sup>5</sup>.

Součástí předběžného prospektu bývá předpokládané cenové rozpětí emisního kurzu akcie, který představuje první „nejlepší odhad“ založený na předpokladech analytiků banky (vyplývajících z ohodnocovacích technik uvedených v předchozí části textu) a na dokumentech získaných od potenciálních investorů v předmarketingové fázi. Toto cenové rozpětí zpravidla nebývá pro investiční banku závazné a slouží spíše k upřesnění představ investorů ohledně emise. Teprve až když je pevně stanoven emisní kurz akcií, může být vydán konečný oficiální prospekt (jak uvidíme později, neplatí v případě české legislativy).

Ne vždy je nutné vydávat předběžný prospekt. Existují takové formy IPO, kdy emisní cena akcie je pevně určena již v počáteční fázi celého procesu ještě předtím, než jsou investoři vyzváni k učinění nabídek. V takových případech může být vydán rovnou konečný prospekt. Jednotlivé formy a způsoby alokace akcií investorům a tomu odpovídající průběh určování ceny bude detailně popsán v dalších částech textu.

---

4) V případě zájmu o detailnější analýzu ohodnocování IPO doporučuji Kim, Ritter: „Valueing IPOs“.

5) Brealey, Myers: „Fundamentals of Corporate Finance“.

### 3. Marketing.

Poté, co byl vydán prospekt, ať už předběžný či konečný, přichází na řadu hlavní marketingová fáze, která může nabývat různých podob. Emitující firma často na doporučení manažera emise podniká tzv. *road show*, při které členové nejvyššího managementu firmy prezentují svou firmu, její plány a zamýšlenou primární emisi akcií v nejrůznějších lokalitách, typicky pak v oblastech s vysokou koncentrací institucionálních investorů (není neobvyklé, že *road show* probíhá na více kontinentech). Firmy při větších IPO mohou vytvořit například i dva týmy, které odděleně prezentují IPO v různých částech světa.

Tyto prezentace probíhají obvykle několik týdnů před a končí až doslova těsně před samotným vstupem firmy na burzu (například německá firma Epcos v roce 1999 vstupovala na burzu 15. října a ještě 13. října probíhaly prezentace v Edinburghu, Dublinu a New Yorku). V tom samém období se všechny investiční banky podílející se na emisi snaží nejrůznějšími způsoby vzbudit zájem u svých klientů o tuto emisi. Dalšími cestami, jak tedy IPO prezentovat, jsou tiskové konference a reklama v médiích, ať už tištěných či elektronických – tyto formy marketingu jsou zvláště důležité, pokud hodlá manažer emise usilovat i o zájem drobných investorů.

Přestože by se mohlo zdát, že *road show* slouží k upřesnění a případnému dodání dalších informací investorům, není tomu tak – tyto prezentace vznikají pouze na základě informací již obsažených v prospektu. Pokud už dojde k tomu, že by manažeri uvedli při určité prezentaci nějakou dodatečnou informaci v prospektu nezveřejněnou, jsou povinni tuto informaci sdělit i regulátorům trhu a současně ji zpřístupnit všem potenciálním investorům. Za tímto pochopitelně stojí snaha o právo na stejnou informovanost všech zúčastněných (asymetrická informace je jedním z klíčových faktorů, proč dochází při IPO ke krátkodobému podhodnocování emisního kurzu vzhledem k následnému kurzu akcie na sekundárním trhu).

Proč tedy firmy tyto poměrně nákladné prezentace podnikají? Jedním z důvodů je pochopitelně reklama či takřkajíc připomenutí se u investorů. Avšak tím hlavním důvodem je, že *road show* slouží jako dodatečný informační kanál ne pro investory, nýbrž možná trochu překvapivě jako informační kanál v opačném směru – tedy že investiční banky se snaží touto cestou získat od investorů privátní informace o jejich náhledech na společnost a jejím ohodnocení.

V případech, kdy je emisní kurz akcie již předem stanoven, se snaží manažer emise získat od investorů informace o jejich poptávkách po akciích emitovaných za tuto fixní cenu (*bids*). Tato poptávaná množství jsou pak brána v úvahu při finálním rozdělování akcií jednotlivým investorům (k mechanismům alokace emitovaných akcií jednotlivým investorům se budeme věnovat níže). Přestože tyto poptávky mohou být již závazné, což platí především pro drobné investory, u velkých institucionálních investorů ještě právně závazné obvykle nebývají. I přesto však téměř vždy platí, že investoři svým původním požadavkům dostojí – pochopitelným důvodem je především reputace investora, neboť investiční banky, které IPO provádějí opakovaně, mají při konečné alokaci akcií určité diskreční rozhodovací pravomoci a nedostání svým deklarovaným požadavkům by se mohlo z pohledu investora negativně projevit při některé budoucí IPO. Výjimkou může být situace, kdy se po udání poptávaného množství objeví nová informace, týkající se emitující společnosti

V případech, kdy je určeno pouze cenové rozpětí emisního kurzu a definitivní kurz ještě stanoven není, snaží se manažer emise během *road show* získat od potenciálních investorů dodatečné informace, na jejichž základě by mohl určit optimální emisní kurz akcie. V takové situaci však může nastat zajímavý problém, kdy investor by sdělením určité informace mohl sám sobě uškodit.

Představme si investora, který je v oboru znám vynikajícími ohodnocovacími schopnostmi a pro ostatní firmy je velmi nákladné dosáhnout podobných výsledků či jeho metody napodobit. Pokud by tento investor dal investiční bance najevo silný zájem o emisi akcií za určitou cenu, měla by tato informace pro manažera emise silnou vypovídací hodnotu, na jejímž základě by mohl přehodnotit zamýšlený emisní kurz směrem nahoru. To však je z pohledu investora nevýhodné, což vede k zatajování určitých informací. Tento problém vede investiční banky a regulační orgány k tomu, že se snaží vyvíjet takové mechanismy určování cen akcií a jejich alokace, které by vedly potenciální investory ke sdělení všech podstatných informací. A právě tomuto tématu se budeme věnovat v následující části textu.

#### **4. Způsoby určení emisního kurzu a následná alokace akcií.**

Existují tři hlavní způsoby, jakými se dá určit emisní cena akcie a na základě čeho budou akcie rozděleny mezi zájemce. Každý z těchto způsobů může nabírat několik dalších forem. Jedná se o úpis akcií za předem stanovenou pevnou cenu (*firm commitment*), dále o tzv. *bookbuilding*, kdy emisní kurz určí manažer emise na základě poptávek oslovených investorů, a nakonec o formu aukce.

### **a) úpis akcií za předem stanovenou pevnou cenu**

Tato metoda spočívá v tom, že manažer emise nebo syndikát investičních bank, starající se o průběh emise, odkoupí všechny akcie emitující firmy za předem dohodnutou cenu a následně je prodá investorům za cenu o něco vyšší. Pro emitenta má tento způsob emise výhodu v tom, že mu dává jistotu určitého výnosu za emitované akcie. Rozdíl, za jakou cenu investiční banka celou emisi odkoupí a za jakou prodá, se nazývá *spread* – jedná se v podstatě o cenu, kterou emitent platí manažerovi emise za úpis akcií a přebrání rizika z něj vyplývajícího. Tato strategie může být pro investiční banku riskantní, neboť se může stát, že akcie nadhodnotí a na celé IPO prodělá, neboť se jí nepodaří akcie prodat za zamýšlenou cenu. Stav, kdy dojde k silnému převisu poptávky či naopak nedostatečné poptávce po emisi je při této formě úpisu poměrně obvyklý, neboť investiční banka nemá možnost emisní kurz korigovat.

Co se děje v případě nedostatečné poptávky po akciích je celkem zřejmé – investiční bance neupsané akcie „zbydou“. Jakým způsobem však jsou akcie rozděleny jednotlivým investorům v případě, že dojde k silnému převisu poptávky po emisi? Zdálo by se spravedlivé, kdyby emise byla rozdělena investorům proporcionálně na základě jimi poptávaných množství. Takový způsob alokace není neobvyklý, vede však ke strategickému chování investorů.

Představme si situaci, kdy po zveřejnění emisního kurzu je zřejmé, že o emisi bude mezi investory značný zájem. Jakým způsobem si bude investor moci zajistit vyšší podíl, který bude moci odkoupit? Pochopitelně tím, že svou poptávku výrazně nadhodnotí v očekávání, že tento požadavek nebude celý uspokojen, ale bude mu přidělena právě taková část emise, jakou si přeje. Vzhledem k tomu, že situace je pro všechny investory symetrická, budou se i oni chovat tímto způsobem. To způsobí velice silný převis poptávky po emisi a alokace akcií nebude odpovídat stavu, k jakému by došlo, kdyby se investoři drželi svých skutečných požadavků.

Pochopitelně existují mechanismy, které takovému strategickému chování investorů zabraňují. V některých zemích musí například investor předložit šek v hodnotě odpovídající poptávanému množství akcií, který je následně vyplacen. Teprve až poté, kdy je definitivně určeno, jaký podíl emise investor získá, jsou mu přebytečné finanční prostředky vráceny.

Další možností, jak omezit strategické chování investorů, může být alokovat akcie jiným než proporcionálním způsobem. To znamená, že akcie mohou být přiděleny jednotlivým investorům například na základě losu. Další možností je povolit manažerovi emise, aby upřednostňoval určitý typ investorů, i když se dá říci, že dnes se regulační úřady

snaží takovému diskriminačnímu způsobu alokace zabránit, neboť v řadě zemí došlo ke skandálům, kdy při emisích se silným převisem poptávky byly akcie přidělovány politikům a dalším vlivným osobám.

### **b) aukce**

Další možností, jak určit emisní kurz a rozdělit akcie investorům, je aukce. Ta může nabývat několika forem. Jako první typ uvedme „americkou“ aukci, kdy investoři předloží manažerovi emise své poptávky, specifikující kolik akcií by chtěli koupit za určitou cenu (limit order). Poté je určena rovnovážná cena akcie, při které se nabídka rovná poptávce a investoři následně platí jednotnou cenu za akcii. Tato forma aukce však může opět vést ke strategickému chování investorů, kteří budou nabízet přehnaně vysokou cenu za určité množství akcií, spoléhající se na to, že rovnovážná cena nakonec tak vysoká nebude a jejich poptávka poté bude plně uspokojena. Symetrická situace pro všechny investory a z toho vyplývající strategické chování však v důsledku povedou k tomu, že výsledná rovnovážná cena akcie bude vysoce nadhodnocena.

Tento problém řeší systém „holandské“ aukce, kdy se stejným způsobem jako při aukci „americké“ dojde k rovnovážné ceně, podstatný rozdíl je však v tom, že investoři musí zaplatit tu cenu, za kterou podíl na emisi poptávali. To má za následek mnohem obezřetnější chování investorů.

Ve Francii se vedle jiných forem IPO používá také aukce (Offre a Prix Minimal), při které se však nejvyšší nabídky vyloučí (cena, při které již nebude poptávka uspokojena, je určena dohodou mezi emitentem a manažerem emise) a poté se pracuje s novou poptávkovou křivkou. Tím se zamezí tomu, aby některé silně nadhodnocené poptávky příliš neovlivnily cenu směrem nahoru. Tento mechanismus však již není čistou aukcí a dává manažerovi emise další možnosti diskrečního rozhodování.

Jak je vidět, forma aukce může a také v různých zemích nabírá mnoha rozmanitých podob. Další typy aukcí existují například v Japonsku či Izraeli. Nic to však nemění na tom, že v období 90. let se jednoznačně nejvíce začala prosazovat forma určení emisního kurzu a alokace akcií investorům nazvaná *bookbuilding*.

### **c) bookbuilding**

Jak jsem již naznačil, jedná se v současné době o nejrozšířenější formu procesu úpisu primární emise akcií, která v sobě kombinuje oba výše uvedené přístupy k IPO. Můžeme ji rozdělit do tří fází.

V první fázi je na manažerovi emise, aby určil, kteří investoři se budou prostřednictvím svých poptávek podílet na určování emisního kurzu akcie. Obvykle tak jsou z tohoto procesu vyloučeni drobní investoři, kterým však bývá přesto rezervován určitý podíl emise, a sice za emisní cenu akcie vyplývající z procesu *bookbuildingu*. Důvodem, proč jsou vyloučeni právě drobní investoři, je nákladnost jednání s každým z nich, a dále se předpokládá nižší informovanost těchto investorů, což by mohlo negativně ovlivnit emisní kurz akcie vzhledem k reálné budoucí ceně akcie. Zpravidla jsou tedy pozváni k procesu *bookbuildingu* velcí institucionální investoři, kteří mají pokud možno zkušenosti s investováním do podobných společností jako je emitující firma a zároveň tedy s jejich oceňováním.

Při druhé fázi *bookbuildingu* jsou dříve oslovení investoři vyzváni, aby sdělili své počáteční poptávky v rámci určitého cenového rozpětí určeného manažerem emise, což mohou učinit různou formou. Nejméně informativní charakter má pro investiční banku poptávka definovaná pouze množstvím akcií, které je investor ochoten odkoupit bez ohledu na cenu v rámci daného rozpětí (*strike bid*). Pro banku je užitečnější, pokud jí investor sdělí množství akcií, které je ochoten odkoupit za určitou cenu (*limit bid*). Vůbec nejinformativnější je pro manažera emise, pokud investor dokáže popsat celou svou poptávku pomocí více *limit bidů*, čímž vlastně vznikne schodovitá poptávka investora v rámci celého zamýšleného kurzového rozpětí (*step bids*).

Sběr těchto informací (což není vlastně nic jiného než právě *bookbuilding*) trvá zpravidla 8-10 pracovních dní. Během tohoto období mohou investoři sdělit manažerovi emise jimi poptávané množství, mohou však v tomto období své poptávky i měnit nebo zcela zrušit, neboť celý tento dynamický proces není až do ukončení nijak závazný. Dokonce i sám manažer emise může při vývoji poptávky směrem nad či pod určené cenové rozpětí emisního kurzu toto rozpětí měnit - k tomu však je nutný opravdu silný převis či nedostatek poptávky, neboť změna tohoto rozpětí musí být zdůvodněna regulačním orgánům, které pak mohou žádat na manažerovi emise zpřístupnění této informace i dalším případným investorům, nepodílejícím se na procesu *bookbuildingu*, což by v důsledku mohlo vést až ke zpoždění samotné primární emise akcií.

Po uzavření poptávkové knihy má investiční banka k dispozici velmi dobrou představu o tom, jak vypadá celková poptávková křivka oslovených institucionálních investorů, a současně má údaje o tom, kdy a jak jednotliví investoři svou poptávku po emisi měnili – tyto informace budou využity při konečném určení emisního kurzu a při alokaci akcií jednotlivým investorům.

Zde je nutné podotknout, že investiční banka jako manažer emise si společně s emitentem ponechávají velmi široké diskreční pravomoci, tzn. že neurčují emisní kurz na základě pouhého protnutí poptávkové a nabídkové křivky. Právě to je hlavní rozdíl oproti úpisu formou aukce (vedle toho, že při získávání informací o poptávce hraje při *bookbuildingu* investiční banka silnou roli prostředníka, což je pochopitelně proces komplikovanější a dražší než aukce, která by mohla být bez problémů vedena například přes počítač bez zásahu manažera emise (i takové aukce dnes již probíhají)).

Nyní jsme se dostali k bodu, který je mnoha lidem trnem v oku – a sice že je velmi málo známo o tom, jakým způsobem jsou nasbírané informace manažerem emise a emitentem přetransformovány do konečné ceny a alokace emise, neboť tyto mechanismy jsou investičními bankami velmi pečlivě střeženy a dokonce ani akademičtí pracovníci nejsou s tímto procesem příliš dobře obeznámeni.

Pokud se týče ceny, bývá až nečekaně často určena mimo původně zamýšlené cenové rozpětí. Při analýze více jak 6 tisíc amerických IPO z let 1980-2001, které byly emitovány formou *bookbuildingu*, byl emisní kurz v 52,3 % případů stanoven v rámci původního kurzového rozpětí, v 25,2 % případů pod touto hranicí a v 22,5 % pak nad touto hranicí<sup>6</sup>.

Pokud se jedná o alokaci, můžeme pouze konstatovat, že investiční banky využívají modely, ve kterých filtrují investory přes kritéria, jako jsou důležitost daného investora, jeho účast při *road show*, transparentnost jeho poptávek a cenová agresivita, jeho vliv v sektoru podnikání emitenta, spolupráce s manažerem emise, jeho podíl na určení konečného emisního kurzu atd. Dále rozhodují na základě vlastního úsudku o tom, jaký je optimální mix institucionálních a drobných investorů, jakou část emise by měli alokovat ke konkrétním důležitým investorům, jak vysoká by zhruba měla být prémie za účast na emisi atd. Transparentnost tohoto procesu je však rozhodně nedostatečná, což je nejkontroverznějším prvkem celého výše popsaného procesu úpisu akcií.

Poté, co je tedy definitivně určen emisní kurz a alokace investorům, jsou tyto investoři kontaktováni, aby potvrdili svůj zájem o emisi (až doposud byly jejich poptávky právně nezávazné). Poté již může být vydán konečný prospekt a během krátké doby (několika dní) dojde na žádost emitenta k registraci akcií na burze (po zaplacení uspokojených investorů za akcie), které jsou pak přijaty k sekundárnímu obchodování a vydány investorům.

---

6) Ritter, Welch: „A review of IPO activity, pricing and allocations“.

## 5. Fáze stabilizace.

Tím, že se akcie emitenta dostanou na sekundární trh a začnou veřejně obchodovat, ještě role investiční banky většinou nekončí. Je totiž i v jejím zájmu, aby vývoj emitující společnosti byl pozitivní, neboť tato skutečnost pochopitelně ovlivní i reputaci investiční banky samotné.

Často tedy bývá úlohou manažera emise, aby se zároveň postaral o stabilizaci kurzu akcie po začátku obchodování. V tom mu má pomoci tzv. *greenshoe* opce (prvně použito při IPO firmy Greenshoe Manufacturing Company v roce 1963), což není nic jiného, než právo prodat na trhu více akcií, než bylo původně zamýšleno (zpravidla se jedná o 15 % celkového objemu emise a nadalokační opce je platná většinou 30 dní). Tato možnost však musí být investorům předem známa, tudíž musí být obsažena v konečném prospektu.

Stabilizace kurzu akcie probíhá tak, že v případě vyšší poptávky prodá investiční banka na trhu dodatečné akcie (tudíž využije *greenshoe* opci), čímž se cena stabilizuje. Pokud jsou naopak tendence k poklesu kurzu, nakoupí manažer emise akcie na volném trhu, v důsledku čehož cena opět stoupne (manažer si před emisí, pokud očekává slabou poptávku na sekundárním trhu, vytvoří krátkou pozici tím, že předprodá více akcií než emise obsahovala (obvykle může manažer emise předalokovat až 135 % objemu emise<sup>7</sup>)). Celkově tedy pozice investiční banky v této situaci odpovídá put opci a banka může dosáhnout zisku v případě poklesu ceny akcie pod emisní kurz akcie. Tento mechanismus je zároveň i motivem pro banku příliš nepodhodnocovat emisní kurz akcií.

O tomto způsobu stabilizace kurzu akcie se opět vedou diskuse plné sporů, neboť tyto transakce nejsou pro regulátory trhu vždy zcela transparentní – přesto je v dnešní době tato možnost stabilizace kurzu akcie především v USA velmi hojně využívána a i v dalších zemích nachází své zastánce<sup>8</sup>.

V tuto chvíli v podstatě končí vztah mezi emitentem a investiční bankou právně vyplývající z IPO. Přesto však bývá běžné, že emitent nadále využívá služeb banky, která mu poskytuje například finanční analýzy apod. Poskytnutí tohoto servisu nevyplývá většinou přímo ze smlouvy týkající se emise samotné, přesto však oba zúčastěné subjekty implicitně tento servis předpokládají.

---

7) Ritter: „Investment Banking and Securities Issuance“.

8) Jenkinson, Ljungqvist: „Going public“.



## 6. Náklady IPO.

Náklady emitenta, které musí při IPO vynaložit, jsou závislé na mnoha okolnostech. Jako hlavní faktory jmenujme zemi původu emitenta, kvalitu manažera emise, způsob úpisu akcií, celkovou hodnotu emise atd.

Náklady si můžeme obecně rozdělit do dvou skupin. V té první jsou náklady fixního charakteru, tzn. že jejich výše není příliš závislá na celkové výši emise – je tedy pochopitelné, že tyto náklady jsou v poměru k získaným prostředkům z emise daleko nižší pro velké firmy než pro firmy malé. Patří sem například náklady na finanční analýzy, poplatky auditorským a právnickým firmám či náklady na marketing.

Do druhé skupiny si můžeme zařadit poplatky, které jsou závislé na celkové výši emise, tedy například poplatky za samotný úpis akcií investiční bance. Tyto poplatky mívají proporcionalní charakter, tzn. že manažer emise obdrží částku odpovídající předem dohodnutému procentu celkového výnosu emise. Na následující straně můžeme v tabulce 2 vidět, jaké náklady musely firmy v USA v letech 1990-1994 vynaložit.

Dá se tedy říci, že s rostoucím objemem emise sice klesají poplatky za úpis akcií vyjádřené jako podíl na celkovém objemu emise, tento pokles je však velmi pozvolný a rozhodně neodpovídá reálným nákladům banky s úpisem akcií spojeným. Jako příklad (odvozený z tabulky 2) si uveďme IPO firmy v objemu 15 mil. USD, která na poplatecích za úpis bance zaplatí 1 086 000 USD (v tabulce 2 se jedná o přímé náklady I ), a na druhou stranu IPO firmy ve výši 50 mil. USD, která musí zaplatit 3 480 000 USD - je téměř jisté, že rozdíl mezi náklady investiční banky za úpis akcií těchto dvou firem nečiní 2 394 000 USD.

Náklady firmy jsou také z velké části ovlivněny tím, jak moc je emisní cena akcie podhodnocena vzhledem k ceně reálné, čímž se budeme podrobněji zabývat v následujících částech textu.

Z uvedené tabulky je však možné vidět, že náklady firmy spojené s IPO jsou poměrně vysoké. V polovině 90. let se tak v USA začaly objevovat tzv. přímé emise akcií (*direct public offering*) jako alternativní způsob IPO, kdy především malé firmy nevyužívají při emisí akcií služeb investiční banky jako prostředníka a emisí akcií se pokoušejí prodat sami. Tento způsob sice šetří náklady IPO spojené s rolí investiční banky, avšak je poměrně riskantní, neboť investoři mohou mít právem obavy především z nedostatečné finanční analýzy emitenta a z nesprávného ocenění emise.

**Tabulka 2: Přímé a nepřímé náklady IPO v % celkového výnosu emise v USA v letech 1990-1994.**

<b>Objem emise (mil. \$)<sup>1</sup></b>	<b>Přímé náklady I<sup>2</sup></b>	<b>Přímé náklady II<sup>3</sup></b>	<b>Celkové přímé náklady<sup>4</sup></b>	<b>Průměrný počáteční výnos<sup>5</sup></b>	<b>Průměrné přímé a nepřímé náklady<sup>6</sup></b>	<b>Počet IPO</b>
<b>2-9,99</b>	9,05%	7,91%	16,96%	16,36%	25,16%	337
<b>10-19,99</b>	7,24%	4,39%	11,63%	9,65%	18,15%	389
<b>20-39,99</b>	7,01%	2,69%	9,70%	12,48%	18,18%	533
<b>40-59,99</b>	6,96%	1,76%	8,72%	13,65%	19,95%	215
<b>60-79,99</b>	6,74%	1,46%	8,20%	11,31%	16,35%	79
<b>80-99,99</b>	6,47%	1,44%	7,91%	8,91%	16,14%	51
<b>100-199</b>	6,03%	1,03%	7,06%	7,16%	12,78%	106
<b>200-499</b>	5,67%	0,86%	6,53%	5,70%	11,10%	47
<b>500-</b>	5,21%	0,51%	5,72%	7,53%	10,36%	10
<b>Celkem</b>	7,31%	3,69%	11,00%	12,05%	18,69%	1767

Zdroj: Lee, Lochhead, Ritte, Zhao: „The Costs of Raising Capital“.

1. Celkový výnos emise v USA (bez výnosů vyplývajících z využití *greenshoe* opce).
2. Přímé náklady I jsou náklady placené především proporcionálně podle objemu emise (poplatky managementu investiční banky, poplatky za úpis atd.).
3. Přímé náklady II jsou náklady fixního charakteru – náklady na finanční analýzy, poplatky auditorům a právníkům firmám, náklady na marketing atd. Jsou vyjádřeny jako podíl výnosu emise.
4. Celkové přímé náklady = Přímé náklady I + Přímé náklady II.
5. Počáteční výnos = (cena akcie na konci 1.dne obchodování – emisní cena akcie)/emisní cena akcie
6. Celkové přímé a nepřímé náklady = (celkové přímé náklady + počáteční výnos)/(1+počáteční výnos).  
Počítáno pro každou emisi zvlášť.

## 4. Podhodnocování emisních kurzů akcií.

### 1. Úvod.

Krátkodobé podhodnocování emisního kurzu akcie vzhledem k očekávanému reálnému kurzu akcie na konci prvního dne obchodování je jedním z nejvíce diskutovaných témat spojených s primárními emisemi akcií. Z pohledu emitující firmy se jedná o implicitní náklad emise, který rozhodně nebývá zanedbatelný. Počáteční výnos akcie  $r(i)$  si můžeme definovat takto:

$$(1) r(i) = \frac{P(t_1)}{P(e)} - 1,$$

kde  $P(t_1)$  se rovná kurzu akcie na konci prvního dne obchodování a  $P(e)$  se rovná emisnímu kurzu akcie. Je možné samozřejmě tento vzorec ještě částečně upravit, neboť mezi určením emisního kurzu a samotnou emisí akcií existuje určitá časová prodleva, během které se akciový trh vyvíjí. O tento vývoj trhu očištěný počáteční výnos emise by pak vypadal následovně:

$$(2) r(i) = \frac{P(t_1)}{P(e)} - \frac{M(t_1)}{M(t_z - 1)},$$

kde  $M(t_1)$  se rovná kurzu indexu burzy na konci prvního dne obchodování a  $M(t_z - 1)$  se rovná kurzu indexu burzy den před stanovením emisního kurzu akcie. Při další analýze počátečních výnosů emitovaných akcií však budeme pro jednoduchost a především dostupnost dat pracovat s rovnicí (1).

Náklad firmy vyplývající z podhodnocení emisního kurzu akcie se tedy rovná počátečnímu výnosu akcie krát objem emise. Až do roku 1999 byla situace taková, že nejnákladnější bývaly emise o velkém objemu s mírně podhodnoceným emisním kurzem. Pak se však situace dramaticky změnila v důsledku extrémních počátečních výnosů emisí technologických firem, které se často pohybovaly v řádu stovek procent. Po vyhasnutí internetové bubliny situace vypadá tak, že historicky byl v USA a Kanadě při 150 IPO náklad emitentů způsobený podhodnocením emisního kurzu větší než 143 mil. USD, z toho při 5 IPO byl pak náklad emitentů dokonce větší než 1 mld. USD<sup>9</sup>.

---

9) Ritter: „Money left on the table“.

Výše popsaný fenomén se objevuje prakticky v každé zemi s akciovým trhem, na kterém dochází k primárním emisím akcií, i když je pravda, že úroveň podhodnocování se napříč jednotlivými trhy liší, což můžeme vidět na následující straně v tabulce 3. Z této tabulky zároveň vyplývá i určitý trend, kdy k vyšším počátečním výnosům dochází především na méně vyspělých kapitálových trzích (Brazílie, Řecko, Indie, Mexiko, Portugalsko, Španělsko) a na trzích jihovýchodní Asie (Jižní Korea, Malajsie, Tajwan, Thajsko). Jako vysvětlení se nabízí určitá prémie za riziko, které investoři na těchto trzích podstupují ve srovnání s investicí na vyspělejších či stabilnějších kapitálových trzích.

Přes určité rozdíly však můžeme s klidem konstatovat, že podhodnocování emisních kurzů existuje na všech trzích, na kterých k primárním emisím akcií dochází. Zde je ještě nutné podotknout, že výše uvedené platí především pro výrobní podniky (není znám jediný trh, na kterém by emisní kurzy akcií výrobních podniků nebyly v průměru podhodnoceny<sup>10</sup>). U emisí nevýrobních podniků (například různých investičních fondů) obecně k podhodnocování nedochází. V následujícím textu se zaměříme na ekonomické teorie snažící se fenomén krátkodobého podhodnocování emisních kurzů akcií objasnit.

## 2. Vítězovo prokletí.

Jedna z nejdůležitějších teorií objasňujících důvody podhodnocování emisních kurzů akcií vychází ze známého rámce „vítězova prokletí“. Hlavní myšlenkou je informační asymetrie mezi investory, kdy některým z nich je díky vnitřní informaci známa reálná hodnota emise. Takoví investoři pak pochopitelně investují pouze do podhodnocených emisí. Důsledek tohoto chování je možné ilustrovat na následujícím příkladě.

Představme si situaci na trhu, kdy dvě různé společnosti emitují akcie. Předpokládejme, že obě emise mají shodný objem 1 500 akcií i stejný emisní kurz. „Dobrá“ emise je o 25 % podhodnocena, „špatná“ emise je naopak o 25 % nadhodnocena. Průměrný výnos trhu (tedy obou emisí) se bude rovnat nule.

Dále předpokládejme, že na trhu operují investoři s lepšími informacemi (*insideři*), investující pouze do podhodnocených emisí, a investoři bez vnitřních informací, kteří investují do všech emisí na trhu. Jednotlivé objednávky a jejich důsledky můžeme přehledněji vidět v příkladu 1 na následující straně.

---

10) Ritter, Welch: „A review of IPO activity, pricing and allocations“.

**Tabulka 3: Průměrný počáteční výnos emitovaných akcí ve 32 zemích.**

<b>Země</b>	<b>Období</b>	<b>Velikost vzorku</b>	<b>Počáteční výnos akcie (%)</b>
Austrálie	1976-89	266	11,9
Belgie	1984-90	28	10,1
Brazílie	1979-90	62	78,5
Dánsko	1989-97	32	7,7
Finsko	1984-92	85	9,6
Francie	1983-92	187	4,2
Hong Kong	1980-96	334	15,9
Chile	1982-90	19	16,3
Indie	1992-93	98	35,3
Itálie	1985-91	75	27,1
Izrael	1993-94	28	4,5
Japonsko	1970-96	975	24
Jižní Korea	1980-90	347	78,1
Kanada	1971-92	258	5,4
Malajsie	1980-91	132	80,3
Mexico	1987-90	37	33
Německo	1978-92	170	10,9
Nizozemí	1982-91	72	7,2
Norsko	1984-96	68	12,5
Nový Zéland	1979-91	147	28,8
Portugalsko	1986-87	62	54,4
Rakousko	1964-96	67	6,5
Řecko	1987-91	79	48,5
Singapur	1973-92	128	31,4
Španělsko	1985-90	71	35
Švédsko	1980-94	251	34,1
Švýcarsko	1983-89	42	35,8
Tajwan	1971-90	168	45
Thajsko	1988-89	32	58,1
Turecko	1990-95	138	13,6
USA	1960-96	13 308	15,8
Velká Británie	1959-90	2 133	12

Zdroj: Ritter: „Initial Public Offerings“.

### **Příklad 1: Vítězovo prokletí.**

Objednávka insiderů.....500

Objednávka neinformovaných.....1 500

Objem každé emise.....1 500

	<b>Dobrá emise (o 25 % podhodnocena)</b>	<b>Špatná emise (o 25% nadhodnocena)</b>
<b>Pravděpodobnost uspokojení objednávky</b>	1500 / 2000 = 0,75	1500 / 1500 = 1

Očekávaný výnos neinformovaných = 0,75 \* 0,25 – 1 \* 0,25 = -0,0625

Výsledek je tedy zřejmý. Neinformovaní investoři obdrží větší podíl nadhodnocených emisí, což má za následek, že jejich očekávaný výnos se nerovná průměrnému výnosu trhu, přestože se do něj snaží jako do celku investovat. Pokud chce tedy emitent (resp. manažer emise) přesvědčit investory včetně neinformovaných k investici, musí být emisní kurz akcie částečně podhodnocen tak, aby neinformovaným kompenzoval ztrátu vyplývající z lepší informovanosti *insiderů*.

Teorie vítězova prokletí je všeobecně velmi dobře přijímána. Ve studii z roku 1989<sup>11</sup>, zabývající se primárními emisemi v Singapuru, došli její autoři k závěru, že ztráta vyplývající ze strategie neinformovaného investora byla ve zhruba stejné výši kompenzována výnosem vyplývajícím z podhodnocování emisního kurzu akcií.

Tato teorie se dá podpořit i dalšími empirickými studiemi, pokud předpokládáme, že institucionální investoři jsou lépe informováni než drobní investoři. Ve studii<sup>12</sup> z roku 2001, zkoumající vzorek IPO z 37 zemí světa, bylo prokázáno, že na všech trzích institucionální investoři běžně obdrží větší podíl u podhodnocených emisí než drobní investoři ve srovnání s méně atraktivními emisemi.

Tento závěr je konsistentní s teorií vítězova prokletí, nutno však podotknout, že není pouze důsledkem lepší informovanosti institucionálních investorů, nýbrž může vyplývat i z jiných důvodů, což si ukážeme nyní.

### **3. Podhodnocení jako informační motiv pro investory.**

I tento model, stejně jako předchozí, je založen na asymetrické informaci, tentokrát však ne napříč jednotlivými investory, nýbrž mezi manažerem emise a institucionálními investory disponujícími vnitřními informacemi.

Jak již bylo uvedeno dříve, v současné době je ve většině zemí emisní kurz a následná alokace primárních emisí akcií prováděna formou *bookbuildingu*. Tento proces nechává manažerovi emise poměrně výrazné diskreční pravomoci ohledně konečné alokace akcií investorům.

---

11) Koh, Walter: „A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues“.

12) Ljungqvist, Wilhelm: „IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?“.

Na začátku celého procesu určení emisního kurzu akcie stanoví manažer emise kurzové rozpětí. Během následné *road show* se pak snaží od investorů získat co nejpřesnější informace o jejich odhadu reálné ceny akcie a potenciálních nabídkách. Zároveň již bylo naznačeno, že z pohledu investora nemusí být výhodné sdělovat manažerovi emise jeho skutečný odhad ceny akcie v případě, že tento odhad je vyšší než odhad manažera emise, neboť se dá očekávat, že efekt takového sdělení způsobí zvýšení emisního kurzu.

Pokud tedy chce manažer emise, aby mu investoři sdělili jejich skutečné domněnky o emisi, musí jim poskytnout určitou kompenzaci. A právě díky diskrečním alokačním pravomocem manažera emise může v tomto případě tuto kompenzaci představovat přidělení většího podílu akcií na emisích s vyšším počátečním výnosem. Podpurný empirický fakt, že institucionálním investorům skutečně obvykle připadne vyšší podíl u výnosnějších emisí, byl již popsán u předchozího modelu.

Pro tuto teorii však hovoří ještě další zajímavé empirické výsledky, prvně dokumentované v roce 1993<sup>13</sup>. Ukázalo se, že manažeři emise nepřizpůsobí emisní kurz zdaleka v plné výši tak, jak by odpovídalo nově získaným informacím od investorů. Průměrný počáteční výnos u emisí, kdy kurz byl určen nad původně plánovaným cenovým rozpětím, bývá výrazně vyšší než u akcií, které byly emitovány za cenu pod či uvnitř kurzového rozpětí. Tento závěr je možné vyčíst z tabulky 4, kde jsou analyzovány americké IPO z období 1980–2001.

**Tabulka 4: Průměrné počáteční výnosy v závislosti na stanovení emisního kurzu pod, uvnitř či nad kurzovým rozpětím v USA v l. 1980-2001.**

Období	Vzorek	Průměrný počáteční výnos			% případů s počátečním výnosem > 0		
		Cena pod kurzovým rozpětím	Cena uvnitř kurzového rozpětí	Cena nad kurzovým rozpětím	Cena pod kurzovým rozpětím	Cena uvnitř kurzového rozpětí	Cena nad kurzovým rozpětím
1980-1989	1971	0,6%	7,8%	20,5%	32%	62%	88%
1990-1994	1632	2,4%	10,8%	24,1%	49%	75%	93%
1995-1998	1752	6,1%	13,8%	37,6%	59%	80%	97%
1999-2000	803	7,9%	26,8%	119,0%	59%	77%	96%
2001	80	7,2%	12,5%	31,4%	70%	83%	92%
<b>1980-2001</b>	<b>6238</b>	<b>3,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>52,7%</b>	<b>47%</b>	<b>72%</b>	<b>94%</b>

Zdroj: Ritter, Welch: „A review of IPO activity, pricing and allocations.“

13) Hanley: „The underpricing of initial public offerings and the partial adjust phenomenon“.

I přes velmi dobrou empirickou podporu se však domnívám, že tato teorie není sama o sobě schopna vysvětlit tak silné podhodnocování emisních kurzů, k jakému dochází např. u akcií emitovaných za cenu nad původně zamýšleným kurzovým rozpětím ve výši 52,7 % (toto číslo je velmi zkresleno především výnosy akcií vyplývajícími z internetové bubliny konce 90. let, i bez nich se však jedná o podhodnocování v několika desítkách procent). Velmi pravděpodobně se nejedná pouze o kompenzaci investorům ze strany manažerů za obdržené informace, nýbrž do hry vstupují i další faktory, především pak psychologické, k čemuž se dostaneme nyní.

#### **4. Lavinový efekt.**

Jedná se o velmi jednoduchou, o to však přesvědčivější teorii. Jejím předpokladem je, že investor se nespolehá pouze na vlastní ohodnocení akcie, nýbrž bere v úvahu především chování ostatních investorů.

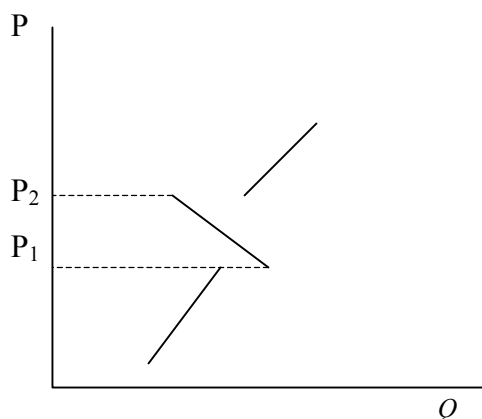
Pokud investor vidí, že se o emisi nikdo další příliš nezajímá, sám se může rozhodnout od zamýšlené koupě ustoupit, například i navzdory tomu, že má k dispozici pozitivní informace týkající se emitenta. Pro emitenta je případný nezájem ze strany investorů pochopitelně velmi nežádoucí a právě pomocí podhodnocení emisního kurzu se může snažit přesvědčit několik prvních investorů o výhodnosti koupě akcií, což následně vyvolá zájem u dalších investorů a dojde k lavinovitému nárůstu poptávky po emisi.

K velmi zajímavému zjištění dojdeme, pokud spojíme tuto hypotézu s předcházející domněnkou, kdy podhodnocování slouží jako informační motiv pro investory. Investoři jsou si vědomi, že emisní kurz bude manažerem emise upraven směrem nahoru, pokud se objeví k tomu vedoucí pozitivní informace. Zároveň jsou si však vědomi, že toto přizpůsobení nebude v plné výši odpovídat nově získaným informacím a emisní kurz bude podhodnocen, což povede k tomu, že budou chtít koupit dodatečné akcie. Následkem tak může vzniknout v cenové hladině nad původním kurzovým rozpětím poptávková křivka s pozitivním sklonem.

Tato úvaha platí i v obráceném směru. Pokud je emisní kurz snížen, jsou si jednotliví investoři vědomi toho, že se tak děje následkem slabé poptávky ze strany ostatních investorů, což může vést k odrazení potenciálních zájemců o emisi. A pokud dojde k přílišnému snížení kurzu, pak to povede k přirozené otázce ze strany investorů: „Proč je emitent ochoten o tolik snížit emisní kurz? Z jakého důvodu tak moc potřebuje hotovost?“ V takové situaci tedy snižování emisního kurzu nemusí vést ke kýženému efektu v podobě vyšší poptávky a pro emitenta může být výrazně výhodnější emisi odložit do doby, kdy bude na trhu příznivější situace.



### Obrázek 1: Hypotetická poptávková křivka investora po primárně emitovaných akcích při spojení informační hypotézy a lavinového efektu.



Zdroj: Vlastní obrázek.

Na obrázku 1 pak je příklad toho, jak by mohla vypadat poptávková křivka investora uvažujícího výše uvedeným způsobem. Pokud bude emisní kurz stanoven v rámci původně předpokládaného cenového rozpětí (jeho spodní a horní hranice je na obrázku vyznačena body P<sub>1</sub> a P<sub>2</sub>), bude mít jeho poptávková křivka standardní negativní sklon. Pokud však bude kurz stanoven pod P<sub>1</sub> či nad P<sub>2</sub>, bude poptávková křivka pozitivně skloněna. A v případě, že emisní kurz bude stanoven až příliš výrazně pod hranicí P<sub>1</sub>, může investor svou poptávku zrušit úplně. Další vyplývající vlastností této poptávkové křivky je její nespojitost.

#### 5. Podhodnocení jako prevence před žalobami.

V zájmu ochrany investorů jsou podle amerického zákona z roku 1933 (*Securities Act of 1933*<sup>14</sup>) všichni členové konsorcia, kteří se podíleli na vytvoření prospektu, zodpovědni za případné opomenutí jakýchkoliv podstatných skutečností týkajících se emitenta v jimi vytvořeném prospektu. V Německu je pak zákon definován obdobně

Alternativním vysvětlením podhodnocování emisních kurzů tak může být snaha manažera emise o zabránění pozdějším žalobám ze strany investorů v důsledku výrazného poklesu kurzu, ke kterému by mohlo dojít právě vzhledem k opomenutí některých podstatných faktů v prospektu. Empirie však není této hypotéze příliš nakloněna, neboť v zemích, kde není možné žalovat manažera emise v souvislosti s prospektem (např. ve Finsku), dochází k obdobnému podhodnocování emisních kurzů jako v USA<sup>14</sup>. Zároveň se zdá, že podhodnocování emise ve výši několika desítek procent objemu emise by byla příliš nákladná cesta jak zabránit potenciálním žalobám.

14) <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

Současně se domnívám, že podhodnocování by se v tomto případě teoreticky míjelo účinkem. Pokud by mi jako investorovi vznikla škoda v důsledku nezveřejnění nějaké důležité informace, není podstatné, zda-li firma emisní kurz podhodnotila, nýbrž to, že se cena akcie v důsledku této dodatečné informace snížila. Představme si situaci, kdy dle dostupných informací správně očekávám reálnou hodnotu emitované akcie 100 Kč a přizpůsobím tomu své chování. Jelikož emisní kurz činí 50 Kč, rozhodnu se akcii zakoupit. Avšak informace, zveřejněná následující týden (emitujícímu konsorciu však známa již v době emise), srazí cenu akcie na 70 Kč. Teoreticky mi tak vzniká škoda ve výši 30 Kč, bez ohledu na to, jak moc investor akcii podhodnotil, a měl bych tedy emitenta žalovat.

Jako argument by se dalo použít, že emitent i při tržním kurzu 70 Kč stále ještě nese náklady ve výši 20 Kč v důsledku podhodnocení akcie a já jsem jako investor stále ještě ve zisku, po hlubším zamyšlení však tento argument neuspěje. Je totiž možné, že pokud by mi tato informace byla dopředu známa a já správně ohodnotil akcii na 70 Kč, je možné, že bych se do této emise nerozhodl vůbec investovat, neboť by se mi za mých 50 Kč mohl nabízet vyšší alternativní výnos z jiné investice, například právě 100 Kč (původně bych byl při rovnocenném ocenění dvou aktiv indiferentní k tomu, do kterého z obou potenciálních aktiv investovat (odhlížím od diverzifikace rizika)). Nadále by mi tedy vznikala škoda z nákladů příležitosti ve výši 30 Kč.

V Německu platí obdobný zákon (4. *Finanzmarktförderungsgesetz*) na ochranu investorů jako v USA, v předchozím případě bych však emitenta žalovat nemohl, neboť objem škod vyplývajících z nezveřejněných informací je zde definován jako rozdíl mezi emisním kurzem a pozdějším tržním kurzem. Podle této definice by mi tedy škoda v předchozím příkladě nevznikla, což však vidím jako velmi podstatný problém, pokud má tento zákon skutečně investory chránit. V rámci tohoto zákona by však již podhodnocování emisních kurzů jako prevence před žalobami teoreticky dávalo smysl.

## **6. Podhodnocení jako signál kvality emitenta.**

Jedná se o jeden z dalších modelů, který je založen na asymetrické informaci mezi firmami a investory, kdy pouze firmy vědí, zda jsou „kvalitní“ či ne. Tyto firmy sledují dynamickou strategii, kdy po primární emisi akcií následuje v brzké době sezónní emise akcií (SEO, viz. str. 14).

---

15) Ritter: „Initial Public Offerings“.

„Kvalitní“ firma se výrazným podhodnocením vlastní primární emise akcií snaží k investorům vyslat signál, že právě oni si takové podhodnocení mohou dovolit a „dát tak investorům vydělat“. Činí tak s tím, že investoři si to zapamatují a tento náklad se jim vrátí v momentě, kdy se rozhodnou pro další, tentokrát už sezónní emisi akcií. Předpokládají, že při SEO získají výrazně vyšší kapitál, než kdyby IPO nepodhodnotily. Zároveň tyto firmy předpokládají, že pro „nekvalitní“ firmy bude příliš nákladné „kvalitní“ firmy napodobovat tím, že své emise budou také podhodnocovat.

Tento dynamický model byl formálně velmi detailně propracován do mnoha vcelku složitých variant<sup>16</sup>, které zde však nebudu uvádět, neboť vzhledem k poměrně slabé empirické podpoře by to nebylo adekvátní. Bylo sice prokázáno<sup>17</sup>, že zhruba 1/3 emitentů skutečně brzy po primární emisi akcií získává dodatečný kapitál pomocí emise sezónní, neprokázal se však žádný významný statistický vztah mezi mírou podhodnocení primární emise a četností následujících SEO.

Domnívám se, že tak vysoké prostředky, o které firma přijde v důsledku podhodnocení IPO, by mohla vynaložit mnohem efektivněji běžnými formami podnikatelské činnosti vzápětí po primární emisi (a udělat si tak „dobré jméno“) než tím, že vyšle k investorům jeden jediný signál. Zároveň se domnívám, že na efektivně fungujícím trhu by se investoři měly snažit ohodnotit následující sezónní emisi akcií ne podle jednoho signálu z minulosti, nýbrž především pomocí běžné analýzy současné situace na trhu a stavu emitenta – signální hypotéza předpokládá poměrně naivní kapitálový trh a jeho účastníky (jak však ještě uvidíme, není předpoklad účasti některých naivních investorů nijak nereálný).

## **7. Podhodnocení jako nástroj volby akcionářské struktury.**

Další hypotézou, snažící se vnést světlo do problému podhodnocování IPO, je snaha managementu firmy vyvolat pomocí podhodnocení emise silný převis poptávky po emisi. Díky tomu by emise mohla být lépe alokována většímu počtu malých akcionářů, což by nejen zvýšilo likviditu akcií při sekundárním obchodování, ale především zvýšilo manévrovací prostor pro management firmy, neboť malí akcionáři nemají až tak vysokou motivaci ke kontrole managementu (a současně je tato kontrola technicky hůře proveditelná vzhledem ke komunikačním bariérám).

---

16) Welch: „Equity offerings following the IPO: Theory and Evidence“.

17) Jegadeesh, Weinstein, Welch: „An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings“.

Empirické výsledky podporující tuto hypotézu jsou sporné. Na jedné straně již bylo při analýze hypotézy „vítězova prokletí“ řečeno, že podle některých studií získávají velcí institucionální investoři větší podíl na výrazněji podhodnocených emisích, což by bylo v rozporu se zde uvedenou hypotézou. V některých dalších studiích pak nebyl nalezen žádný vztah mezi podhodnocováním a následnou koncentrací vlastnictví<sup>18</sup>.

Na straně druhé existují i studie, které naopak tuto hypotézu podporují. Podle jedné z nich<sup>19</sup>, zkoumající vzorek 69 britských IPO, jsou při silném převisu poptávky velcí investoři skutečně diskriminováni ve prospěch drobných akcionářů, čímž management firmy docílí pro ně žádoucího roztržitého vlastnictví firmy. Přesto je jisté, že empirické výsledky jsou v případě této hypotézy více než sporné, především pak také proto, že je velmi těžké ji v praxi testovat, neboť investiční banky, které vykonávají funkci manažera emise, všechny údaje o poptávkách jednotlivých investorů a následných alokačních mechanismech velmi pečlivě tají.

## 8. Závěr.

Existuje ještě celá řada méně významných pokusů o vysvětlení fenoménu podhodnocování, kdy se bere v úvahu například reputace banky jakožto manažera emise (vysoká reputace → nižší podhodnocování), majetková provázanost manažera s emitentem (vyšší podhodnocování nutné vzhledem ke strachu investorů ze zneužití vnitřní informace), existence bankovního úvěru emitenta (nižší podhodnocování vzhledem ke snížené informační asymetrii zajištěné bankou) atd.

Že existuje výrazné krátkodobé podhodnocování emisních kurzů primárních emisí na všech trzích je nesporné, zároveň však neexistuje ucelená teorie, která by fenomén podhodnocování a především jeho úroveň mohla vysvětlit v každé zemi.

Domnívám se, že každá z výše uvedených teorií má své opodstatnění a částečně se každá podílí na celkovém podhodnocování, není však zřejmé, který faktor má jakou váhu. V současné době neexistuje mnoho empirických studií, jejichž autoři by se právě tento relativní podíl snažily odhadnout.

---

18) Field, Sheehan: „Underpricing in IPOs: Control, monitoring, or liquidity?“.

19) Brennan, Franks: „Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK“.

Nedomnívám se však, že by takové studie přinesly nějaké výrazné výsledky. Celý proces IPO považuji za velmi specifický, kdy u každé jednotlivé emise mohou hrát rozhodující roli různí činitelé. Právě počet faktorů, které celý proces úpisu akcií nejrozšířenější formou *bookbuildingu* ovlivňují, považuji za jeden z hlavních důvodů nejen složitého empirického pozorování IPO, ale především neefektivností v podobě dlouhodobě resistantního podhodnocování IPO.

Za ještě podstatnější důvod však považuji neprůhlednost celého procesu úpisu. Právě ta je pro mě nejvíce zarážející a ostře kontrastuje s fungováním obchodování ostatních aktiv na soudobých finančních trzích, které se snaží jít naopak cestou co nejvyšší transparentnosti všech tržních procesů (je však třeba říci, že i díky uplynulé celosvětové recesi na poli IPO a některým dalším nedávným hospodářským problémům (Enron...) se dá očekávat posun směrem k vyšší transparentnosti a informační otevřenosti i v oblasti IPO). Rozdíly mezi podhodnocováním emisí v závislosti na formě jejich úpisu je možné vyčíst z tabulky 5.

**Tabulka 5: Průměrný počáteční výnos v závislosti na formě emise.**

<b>Forma emise</b>	<b>Období</b>	<b>Počet emisí</b>	<b>Průměrný počáteční výnos</b>
<b>Francie</b>			
Pevná cena	1992-1998	24	8,9%
Aukce	1992-1998	99	9,7%
Bookbuilding	1992-1998	135	16,9%
<b>Japonsko</b>			
Pevná cena	1970-1988	441	32,5%
Aukce	1989-1997	733	14,1%
Bookbuilding	1997-2000	368	43,7%
<b>Taiwan</b>			
Pevná cena	1986-1995	241	34,6%
Aukce	1995-1998	52	7,8%

*Zdroj: Ritter - IPO data.*

Přestože tyto data nejsou vždy zcela plně srovnatelná (vzhledem k různým časovým úsekům vzorků emisí u Japonska a Taiwanu), tak z nich poměrně přesvědčivě vyplývá, že při úpisu akcií formou aukce dochází ve srovnání s *bookbuildingem* a prodejem za předem stanovenou pevnou cenu k nejnižšímu podhodnocování emisí. Otázkou tedy je, proč je v kontrastu s tímto tvrzením v současné době bookbuilding jednoznačně nejpopulárnější forma úpisu IPO.

Odpovědí by mohlo být, že při hypotetické emisi identické firmy jak formou aukce, tak formou *bookbuildingu* by došlo k situaci, kdy při aukci, přestože by úroveň podhodnocení byla nižší než při *bookbuildingu*, by celková inkasovaná částka byla v absolutním vyjádření nižší než při *bookbuildingu*, při kterém by si emitent mohl dovolit určit vyšší emisní kurz. V tom případě by pak emitent či manažer emise pochopitelně neměli příliš mnoho důvodů snažit se prosadit emisi formou aukce. A i pro investory samotné je stav s výraznými počátečními výnosy a tím pádem vidinou rychle vydělaných peněz lákavá představa.

Domnívám se, že právě tato často samosepřizívující touha investorů po rychlém zisku je jedním z podstatných prvků, podílejících se na výrazné cykličnosti a dynamičnosti trhů primárních emisí akcií z dlouhodobého hlediska, čímž se budeme zabývat v následující kapitole.

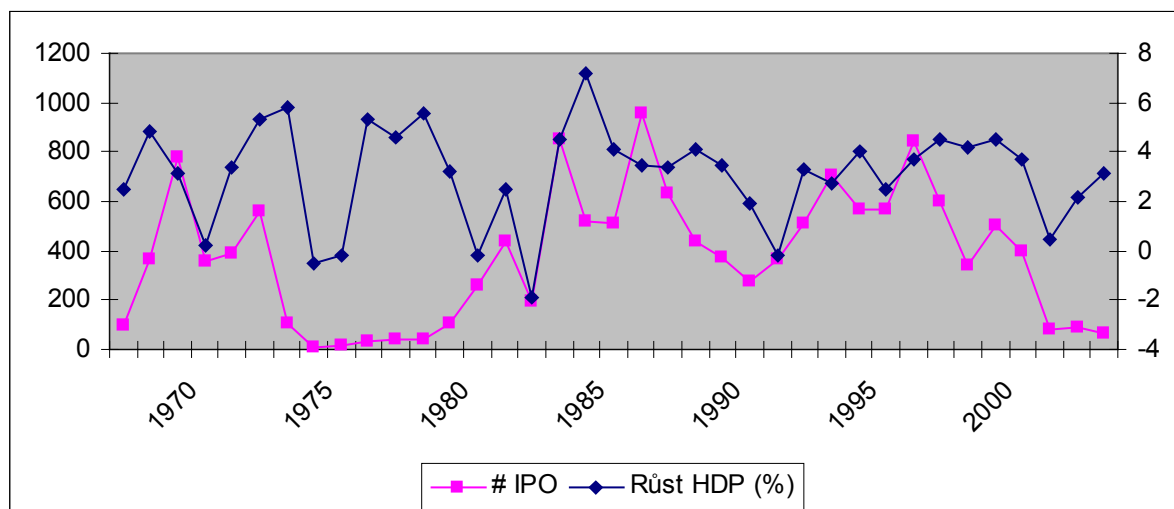
## 5. Dlouhodobý vývoj na trzích IPO.

### 1. HDP a trh IPO.

Již jsem zmínil, že na trzích s primárními emisemi akcií dochází v čase k velkým výkyvům jak v objemech obchodování, tak ve výši počátečních výnosů. V několika následujících grafech budu používat data týkající se americké ekonomiky, především z důvodů dostupnosti delších časových řad, vyššího počtu emisí a vyšších objemů obchodování ve srovnání s ostatními ekonomikami, kde primární emise probíhají.

Na grafu 1 je možné vidět první z cyklických charakterů trhu primárních emisí akcií, kdy počet emisí v USA v letech 1967-2003 poměrně věrně kopíroval vývoj HDP. Jako možné vysvětlení se pochopitelně nabízí, že firmy se snaží emitovat především v obdobích konjunktury, neboť předpokládají, že jejich zisky by mohly být vzhledem k optimismu ostatních ekonomických subjektů vyšší (k tomuto tématu se ještě vrátíme).

**Graf 1: Počet IPO a meziroční růst (%) HDP v USA v l. 1967-2003.**

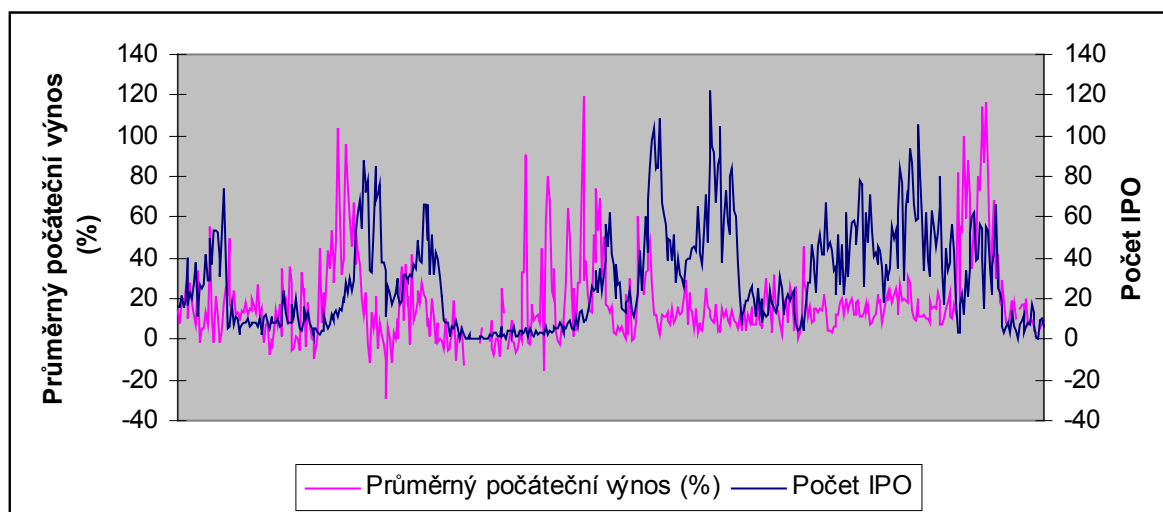


Zdroj dat: The Financial Data Finder.

### 2. Trhy „žhavých emisí“.

Dalším z určitých cyklických prvků spojených s IPO je fakt, že období vysokých počátečních výnosů bývají velmi často následována zvýšeným počtem primárních emisí. Ani toto zjištění by nemělo být příliš překvapivé, neboť emitenti se opět snaží využít zvýšeného optimismu u investorů, který plyne z předchozích vysokých zisků.

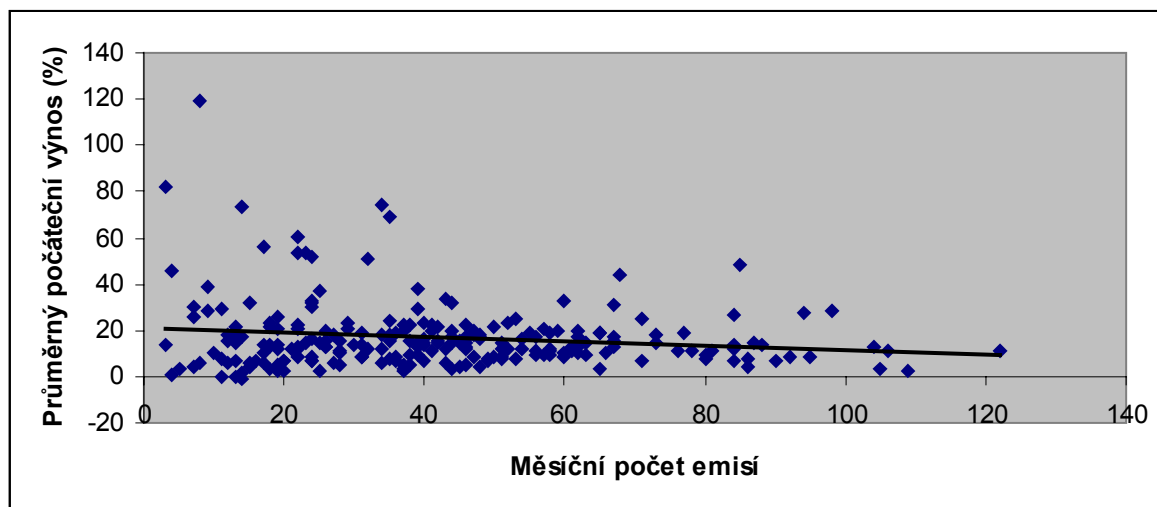
**Graf 2: Vývoj měsíčních počtů IPO a jejich průměrných počátečních výnosů v USA v l. 1960-2002.**



Zdroj dat: *The Financial Data Finder.*

Graf 2 zachytává měsíční vývoj počtu primárních emisí akcií a jejich průměrného počátečního výnosu v USA v letech 1960-2002. Je z něj tedy opět poměrně dobře vidět výše zmíněný cyklický charakter. Zde je ovšem nutné podotknout, že neplatí vztah vysoký počet emisí rovná se vysoký počáteční výnos. To je více než zřejmé z grafu 3, kde jsou zachycena stejná data jako v grafu 2, ovšem v jiné grafické podobě. I do grafu vložená trendová linie nám naznačuje, že se v obdobích s vysokým počtem primárních emisí nedá očekávat abnormální výnos oproti jiným obdobím (spíše naopak).

**Graf 3: Měsíční počty IPO a jejich průměrný počáteční výnos v USA v l. 1960-2002.**



Zdroj dat: *The Financial Data Finder.*



Tyto takzvané „hot issue markets“ existují i v ostatních zemích<sup>20</sup>. Domnívám se, že je poměrně složité najít pro tento jev racionální vysvětlení, neboť jak jsme uvedli, nedá se v obdobích s vysokým počtem IPO očekávat vyšší výnos. Jsou tedy snad stálí investoři kupující primární emise akcií natolik naivní, že po každém období s vyšším výnosem znovu (a doposud chybně) očekávali, že tyto vyšší výnosy budou pokračovat i v obdobích vysokých počtů emisí?

To by bylo v dnešní době velmi racionálně uvažujících účastníků finančních trhů více než překvapivé, přesto se to jeví jako jedna z možností. Jako druhou, pravděpodobnější možnost bych uvedl, že v obdobích vysokých objemů IPO se skutečně zvyšuje naivita investorů jako celku (ne však stálých, velkých institucionálních investorů) vlivem zvýšeného podílu příležitostných, drobných, méně fundovaných (a tedy naivnějších) investorů, kteří chtějí dosáhnout rychlých abnormálních zisků. Určitá iracionalita v chování investorů vynikne ještě více na pozadí problému, kterým je dlouhodobá výkonnost společností po samotné primární emisi akcií.

### **3. Dlouhodobá (pod)výkonnost firem po IPO.**

#### ***a) dlouhodobá statistika***

V poslední době se zájem ekonomů začíná silně obracet ke studiu dlouhodobé výkonnosti emitentů ve srovnání s ostatními subjekty na trhu. Porovnávána bývá výkonnost s firmami se srovnatelnou tržní kapitalizací, případně se ještě přihlíží k poměru účetní a tržní hodnoty společnosti (u emitujících firem je za relevantní tržní hodnotu považována hodnota na konci prvního dne obchodování, za účetní hodnotu pak hodnota po emisi), což zvyšuje vypovídací hodnotu srovnání. Právě takové srovnání můžeme vidět v tabulce 6 na následující straně, která shrnuje výkonnost amerických společností v období 1970-2002.

Z ní vyplývá, že úroveň výkonnosti emitujících firem je v 5 letech následujících po emisi dlouhodobě nižší než úroveň srovnatelně velkých firem, konkrétně o 4,2 % ročně. To znamená, že pokud bychom chtěli po pěti letech vlastnit sumu vyplývající z investic do IPO stejnou jako sumu z investic do ostatních srovnatelně velkých firem, museli bychom na počátku investovat do IPO o 22,8 % větší částku.

---

20. Ritter: „Initial public offerings“.

**Tabulka 6: Výkonnost firem po IPO v USA v l. 1970-2002.**

	Prvních 6 měsíců	Druhých 6 měsíců	1. rok	2. rok	3. rok	4. rok	5. rok	Geometrický průměr
IPO firmy	6,3%	0,0%	6,6%	5,0%	9,1%	13,7%	11,6%	9,2%
Firmy stejné kapitalizace	4,6%	5,3%	10,2%	13,8%	14,2%	16,3%	13,4%	13,4%
Rozdíl	<b>1,7%</b>	<b>-5,3%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-8,8%</b>	<b>-5,1%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-4,2%</b>
Počet IPO	7 428	7 362	7 381	7 427	6 522	5 565	4 759	
IPO firmy	6,7%	0,2%	7,1%	7,5%	9,8%	13,1%	9,7%	9,4%
Firmy stejné kapit. a BM*	2,4%	4,4%	7,6%	11,6%	12,9%	16,5%	10,8%	11,8%
Rozdíl	<b>4,3%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-2,4%</b>
Počet IPO	7 026	6 982	6 999	6 888	6 045	5 135	4 366	

Zdroj: Ritter: „Returns on IPOs during the five years after issuing“.

\* poměr účetní a tržní hodnoty (book-to-market)

Pokud zohledníme u srovnávaných firem nejen tržní kapitalizaci, ale i poměr účetní a tržní hodnoty, nebude rozdíl až tak značný. Přesto však není zanedbatelný, neboť v průměru bude výnos nižší o 2,4 % ročně, což znamená, že bychom na počátku museli investovat do IPO o 12,6 % více než do akcií zde srovnávaných firem, pokud bychom po pěti letech chtěli vlastnit stejnou hodnotu.

Zároveň je možné pozorovat, že emitující firmy ztrácí nejvíce výkonnosti ve druhém roce po emisi, což bychom mohli interpretovat tak, že se akcií pokouší zbavit především investoři, kteří se snažili dosáhnout relativně rychlého zisku. V tento moment se zřejmě začnou oddělovat kvalitnější firmy od méně kvalitních, které v následujících letech začínají opouštět trh (viz. tabulka 6). V důsledku tohoto „prosévání“ se již průměrné výnosy emitujících firem ve čtvrtém a pátém roce po emisi začínají blížit výnosům srovnávaných firem.

Za povšimnutí určitě stojí, že výnos v prvních šesti měsících po emisi je u emitujících firem vyšší než u firem zavedených. Odpověď bych hledal ve strategii emitentů a manažerů emise, kteří často uzavřou dohodu (tzv. lock-up frist), podle které „staří“ akcionáři (nejčastěji management firmy) nesmějí určitou dobu po samotné primární emisi své podíly prodat. Tato dohoda má management nadále nejen motivovat, ale zároveň zajistit (a dát tím investorům pozitivní signál), že management nebude moci využít asymetrické informace ve svůj prospěch. V důsledku by se tím měl snížit celkový tlak na pokles kurzu akcie vyplývající z nižší nabídky akcií na sekundárním trhu.

A právě tato dohoda bývá nejčastěji uzavírána na období 6 měsíců od doby emise. V jedné ze studií<sup>21</sup> bylo prokázáno, že u emisí internetových firem v letech 1999 a 2000 došlo během posledních čtyř dnů před vypršením lock-up dohody k průměrnému kumulovanému snížení kurzu akcie o 4,11 %. U ostatních emisí pak dlouhodobě dochází k poklesu kurzu o 2,5 %. Tento pokles akciových kurzů bývá zároveň doprovázen výrazně zvýšenými objemy obchodů. Nejvyšší bývá pokles kurzů u akcií, pokud se běžní akcionáři dozvědí o tom, že některý z insiderů prodal svůj podíl<sup>22</sup>.

Domnívám se, že dohody o zákazu prodeje akcií po určité období situaci ohledně tlaku na pokles kurzu akcie neřeší, nýbrž pouze krátkodobě odkládají. Pokud bychom ještě navíc uvažovali v modelu racionálního chování investora, nedocházelo by ani k tomuto odkladu. Pokud by totiž racionálně uvažující investor věděl, že akciový kurz se začne snižovat čtyři dny před vypršením lock-up dohody, prodal by své akcie již pět dní před vypršením dohody. Situace je pochopitelně symetrická i pro všechny ostatní racionální investory, kteří by tak učinili také. V ten moment se ovšem problematická situace přibližuje o jeden den blíže emisi. Tímto uvažováním bychom dospěli až k závěru, že by všichni racionálně uvažující investoři měli prodat své akcie hned v první den obchodování, aby tak zabránili své pozdější ztrátě. V takovém případě by ovšem akcie ani nekupovali. Zde se tak opět dostáváme k problému racionality investorů operujících na trzích IPO.

**Tabulka 7: Rozdíl mezi tříletým výnosem investice do IPO a do srovnatelných firem.**

<b>Země</b>	<b>Počet IPO</b>	<b>Období</b>	<b>Abnormální výnos</b>
Austrálie	266	1976-89	-46,5%
Brazílie	62	1980-90	-47,0%
Chile	28	1982-90	-23,7%
Finsko	79	1984-89	-21,1%
Japonsko	172	1971-90	-27,0%
Jižní Korea	99	1985-88	2,0%
Kanada	216	1972-93	-17,9%
Německo	145	1970-90	-12,1%
Rakousko	57	1965-93	-27,3%
Singapur	45	1976-84	-9,2%
Švédsko	162	1980-90	1,2%
USA	712	1980-88	-8,1%
Velká Británie	4 573	1970-90	-20,0%

Zdroj: Ritter: „Initial public offerings“.

21. Ofek, Richardson: „DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices“.

22. Field, Hanka: „The expiration of IPO share lockups“.

Problém dlouhodobě nižší výkonnosti firem po primární emisi akcií v komparaci s výkonností ostatních srovnatelných firem není problémem pouze v USA, což můžeme lehce vyčíst z tabulky 7. Abnormální výnos zde můžeme interpretovat jako situaci, kdy například v Austrálii bych při investici do IPO vlastnil po třech letech o 46,5 % méně hodnotné portfolio, než kdybych investoval do ostatních srovnatelných akcií. Je tedy víceméně zřejmé, že k podvýkonnosti firem po IPO dochází. V následujících odstavcích uvedu některé hypotézy, které se snaží tento problém objasnit.

### ***b) využití optimisimu na trhu***

Je pravděpodobné, že firmy se budou snažit využít situace, kdy bude mezi investory panovat optimismus ohledně růstového potenciálu firem a v takových obdobích budou růst i počty a objemy emisí. Zde bych se rád vrátil ke grafu 1 (viz. str. 39), kde by období růstu HDP, po kterém následoval růst počtu IPO, právě takové investorsky optimistické období mohlo představovat.

Zároveň by tato hypotéza, při které se emitenti v podstatě snaží o využití dočasného mylného tržního nadhodnocení, předpokládala, že primární emise akcií z období vysokých počtů a objemů IPO by měly mít nižší dlouhodobou výkonnost než emise z nízkoobjemových období. Tato vlastnost byla také skutečně na vzorku amerických IPO z let 1970-1993 pozorována<sup>23</sup>.

### ***c) názorová heterogenita***

Tato jednoduchá teorie se snaží vysvětlit problematiku dlouhodobě nízké výkonnosti firem pomocí předpokladu, že na trhu existují mezi investory vzhledem k nejistotě poměrně rozdílná očekávání. Tato názorová heterogenita je podpořena i tím, že podle jedné studie pouze 26 procent individuálních investorů provádí fundamentální analýzu vztahu mezi emisním kurzem akcie a skutečnou hodnotou emitenta<sup>24</sup>. A právě přehnaně optimističtí investoři budou ochotni koupit emitované akcie za nadhodnocenou cenu.

Ovšem s postupujícím časem od uskutečnění emise, s novými informacemi a z nich vyplývající snižující se nejistotou, budou pesimistické i optimistické názory konvergovat, což bude mít za následek pokles kurzu akcie.

---

23. Ritter: „Initial public offerings“.

24. Ritter, Welch: „A review of IPO activity, pricing and allocations“.

Domnívám se, že tato úvaha by mohla vysvětlit i problematiku krátkodobého podhodnocování emisních kurzů akcií. Pokud skutečně existuje mezi investory v době emise dostatečně široké názorové spektrum, pak i přesto, že akcie budou již v době emise tržně nadhodnocené, najdou se silně optimističtí investoři, kterým nebyly akcie při emisi alokovány a kteří tedy budou ochotni akcie koupit následně na sekundárním trhu za ještě nadhodnocenější ceny, čímž dojde ke zdánlivému krátkodobému podhodnocení kurzu emitované akcie.

#### **d) „tvorba zisků“**

Jádrem této úvahy je snaha managementu firmy dosahovat těsně před primární emisí akcií a v době její realizace zvýšených, ekonomicky neopodstatněných zisků. Toho může být docíleno například pomocí „kreativního účetnictví“, případně využitím všech dostupných prostředků a rezerv ke tvorbě krátkodobého zisku, což se však v delším období negativně promítne do stavu podniku.

Výsledkem takových zásahů pak bude nadhodnocený emisní kurz akcie. Současně nebude pro firmu po emisi udržitelné dosahovat výsledků očekávaných ze strany investorů a kurz akcie tak bude klesat. Tato hypotéza má i svou určitou empirickou podporu<sup>25</sup>, přesto se však domnívám, že není schopna plně vysvětlit tak vysokou dlouhodobou podvýkonnost společností po IPO, jakou lze pozorovat (i když je pravda, že ne vždy byl v minulosti ze strany manažera emise kladen dostatečný důraz na proces *due diligence*, což by prostor pro uvedené praktiky poskytovalo). I vzhledem k charakteru firem usilujících o IPO (většinou firmy, jejichž největší devizou je především růstový potenciál) bych očekával určení jeho hodnoty i na základě mnoha dalších faktorů než jen v současnosti dosahovaných zisků (analýza odvětví emitenta, jeho jméno, know-how...), i když pochopitelně i vnímání těchto faktorů je ziskovostí emitenta ovlivněno.

#### **4. Reakce trhu na doporučení analytiků.**

Velmi zajímavým aspektem poemisního trhu je vývoj akciových kurzů emitovaných společností v závislosti na analýzách a doporučeních bankovních investorů, především pak z hlediska toho, zda se nějakým způsobem sami podíleli na procesu úpisu primární emise akcií.

---

25) Teoh, Welch, Wong: "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings".

Podle studie z roku 1996<sup>26</sup> reaguje trh obecně pozitivně na doporučení ke koupi akcie a negativně na doporučení k prodeji akcie. V absolutním vyjádření je pak reakce na špatné zprávy silnější než reakce na zprávy dobré.

Pokud doporučení ke koupi přichází od analytika, který se na emisi nepodílel, reaguje trh pozitivněji než v případě, že byl analytik jedním z aranžérů emise. Tento fakt by se dal očekávat, neboť můžeme předpokládat určitou zainteresovanost investiční banky jako manažera emise na pozdějším vývoji emitenta. Překvapující však je, že tento vztah jde až tak daleko, že akciový kurz společnosti poklesne více v případě, pokud manažer emise doporučí akcii držet, než v případě, pokud nezávislá banka doporučí prodej akcie.

Zároveň tato studie prokázala, že výkonnost firem, u nichž doporučili aranžéři emise na sekundárním trhu akcii koupit, je nižší než u emitentů s tímto doporučením ze strany nezávislých analytiků. Rozdíl ve výkonnosti podle výše zmíněné studie dokonce kumulovaně dosáhl více jak 50 % při držení aktiva po dobu 2 let.

Podle studie<sup>27</sup>, která se zabývala 41 primárními emisemi akcií na německém trhu, byla doporučení manažerů emise a nezávislých analytiků pouze ve 2 případech stejná (doporučení mohla nabývat čtyř úrovní: rozhodně koupit, koupit, držet, prodat). Ve 32 případech ohodnotili manažéři emise akcii emitenta výše než nezávislí analytici, v 7 případech pak naopak.

Proč by tedy měli aranžéři emise své analýzy přikrášlovat? Nabízí se několik možných vysvětlení. Prvním z nich je obdoba „vítězova prokletí“, kdy emitent si zvolí za vedoucího manažera své emise banku, která hodnotí jeho akcie nejvýše z oslovených. Tato banka pak pokračuje v přesměrování optimistického ohodnocování dané firmy ve srovnání s ostatními analytiky i po uskutěnění samotné IPO.

Dalším možným, částečně příbuzným s předchozím vysvětlením by mohla být určitá psychologická vazba aranžéra na emitující firmu - zkrátka věří, že jím upsaná firma je lepší než společnost upsaná jinou bankou. Přestože obě zmíněné hypotézy mohou mít určitý efekt na optimistická doporučení manažerů emise, nedomnívám se, že by tento efekt mohl být tak silný, aby docela vysvětlil výše zmíněnou problematiku. Zároveň by předpokládal velmi silně naivní tržní analytiku, kteří by ve světle nových informací nebyli schopni adekvátně měnit názor, což opět považuji za vysoce nepravděpodobné.

---

26) Michaely, Womack: "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations".

27) Summa, Welzenbach, Piquardt: „Was passiert nach dem IPO? Investor relations, Analystenempfehlungen, Lock-ups“.

Za pravděpodobnější vysvětlení považuji strategické chování manažerů emise, kteří se svými optimistickými doporučeními snaží zajistit dobrý vývoj akciového kurzu společnosti po IPO, neboť tento vývoj ovlivňuje i vlastní reputaci manažera emise. Nedomnívám se, že by uspěl argument, že by si banka upevnila lépe svou reputaci, pokud by brzy po emise „férově“ přiznala, že emitující firma není až tak kvalitní, neboť čím déle od samotné emise se tak stane a čím později se situace okolo emitující firmy začne zhoršovat, tím méně budou ostatní účastníci trhu spojovat tento negativní vývoj i s dotyčnou investiční bankou jakožto manažerem emise.

Mezi Evropou a USA existuje ohledně zveřejňování analýz týkajících se emitujících společností jeden výrazný rozdíl. V USA totiž existuje 40-denní (do r. 2002 25-denní) „tiché období“<sup>28</sup>, kdy analytici určitým způsobem svázaní s úpisem primární emise akcií nesmí zveřejňovat žádné analýzy a doporučení týkající se emitenta, neboť to vše by již mělo být obsaženo v prospektu zveřejněném těsně před emisí.

## 5. Závěr.

V této kapitole jsme si zdokumentovali, jak silně cyklicky se trhy primárních emisí akcií chovají. Zároveň jsme si ukázali, že z dlouhodobého hlediska je jako do celku výhodnější investovat do alternativních akcií než do IPO, neboť zhodnocení akiových kurzů je u nově emitovaných společností při srovnání dlouhodobě nižší. Znamená snad tento poznatek, že investovat do primárních emisí akcií je chyba? V žádném případě, takový úsudek by byl zcela mylný.

Je však potřeba si uvědomit, že investováním do trhu IPO nemůžeme přijít rychle k abnormálně vysokým ziskům ve srovnání s ostatními trhy. Domnívám se totiž, že i tento trh je v kontextu svých podmínek ve svém důsledku velmi efektivně fungující, ačkoli by se tak nemuselo na první pohled zdát.

Jde totiž o to, že někteří investoři podlehli (a je s podivem, že opakovaně podléhají) mnohokrát zmíněné iluzi, že investicemi do primárních emisí akcií mohou velmi rychle docílit vysokých zisků. Je zcela samozřejmé, že na trhu se pohybují strategicky se chovající ekonomické subjekty, které se této iluze pokouší využít ve svůj prospěch (na čemž nevidím v tržním prostředí nic špatného, naopak tím napomáhají efektivitě celého systému).

---

28) Ritter: „Differences between European and American IPO markets“.

Pokud tedy jako potenciální emitent upozoruji, že na trhu se nacházejí nemístně optimističtí investoři, pokusím se pochopitelně emitovat za co nejvyšší cenu, kterou mi investoři budou ochotni zaplatit. Jejich optimismus a touha po emisi pak ještě návdavkem způsobí, že v prvním okamžiku se bude zdát, že akcie byly podhodnoceny (což dále prohloubí jejich iluzi o možném rychlém zbohatnutí), ačkoli objektivně byly již v době emise nadhodnoceny.

Výsledek tohoto nadhodnocení je pochopitelný - v dlouhodobém horizontu budou akcie nově emitovaných firem méně výkonné než jejich již etablované papírové kolegyně. V konečném důsledku ponесou hlavní náklady této podvýkonnosti investoři, kteří jsou však právě sami svým naivním chováním jejími hlavními strůjci. Jde v podstatě o náklad toho, že iluzi rychlých zisků podleli.

Dovolil bych si následující srovnání. Pokud bude člověk investovat do investičního fondu jen proto, že tento fond dosáhl v předchozím roce výrazně nadprůměrných zisků a nebude se snažit získat dodatečné informace o daném fondu (složení portfolia, vedení...) a nebude si vědom rizika své investice, je vysoce pravděpodobné, že následující rok skončí tento investor ve ztrátě. Pravděpodobně totiž nebylo portfolio fondu dostatečně diverzifikováno a v důsledku toho předchozí rok díky vysoké rizikovosti a volatilitě dosáhl fond vysoké výkonnosti, nedá se to však znovu předpokládat pro rok letošní. I v tomto případě bude naivně uvažující investor, který šel za vidinou snadného abnormálního zisku, efektivně fungujícími trhy potrestán.

I na trzích primárních emisí akcií tedy platí, že peníze na stole neleží („leaving money on the table“ – výraz užívaný pro krátkodobé podhodnocování emisních kurzů), stejně jako tam neleží ani v žádném z ostatních odvětví ekonomiky. Pouze investoři, kteří jsou schopni detailně zanalyzovat sektor emitenta, společnost samotnou, odhadnout chování ostatních investorů a účastníků trhu a v neposlední řadě pochopit chování trhů s IPO (které ovšem není statické a mění se v čase), pouze ti budou dosahovat vyšších než běžných zisků. Je to stejné jako v ostatních oblastech tržní ekonomiky – výrazně uspějí jen ti schopní a připravení. A chce se konstatovat, že tak je to správné.



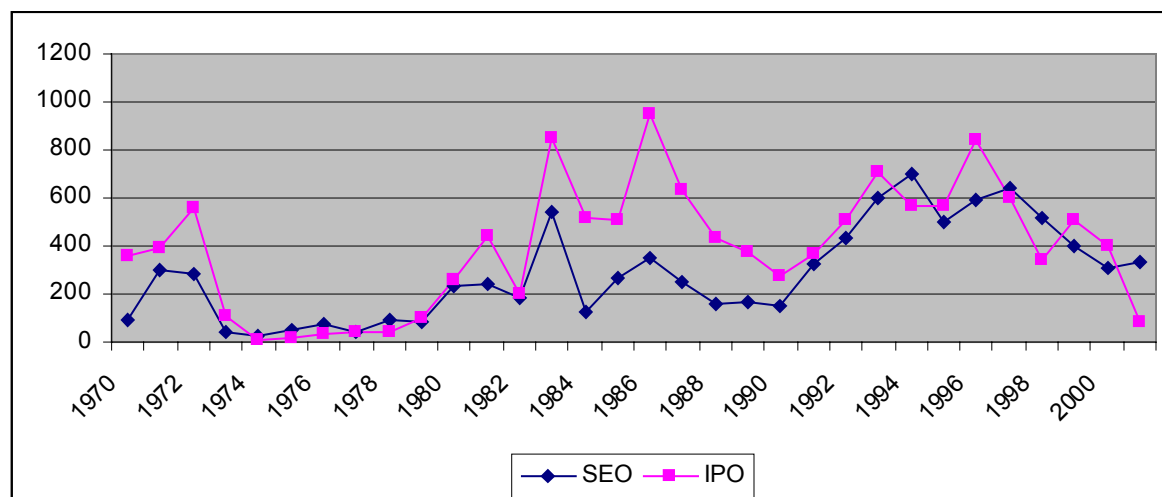
## 6. Sezónní emise akcií (SEO).

### 1. Úvod.

Až doposud jsme se zabývali emisemi akcií firem, které na burzu svou emisí prvně vstupují. Jak však bylo zmíněno již ve druhé kapitole, novou emisí akcií může emitovat i firma, jejíž akcie již jsou na sekundárním trhu veřejně obchodovány. Hlavním motivem je samozřejmě dodatečné získání kapitálu pro podnikatelské účely.

V mnoha ohledech jsou si primární i sekundární emise velmi podobné. I pro sezónní emise platí, že jejich počet je silně cyklický, což můžeme vidět v grafu 4, kde jsou zároveň zachyceny i počty IPO ve stejném období (obojí bez společností z finančního sektoru). Důvody této cykličnosti SEO jsou obdobné jako v případě IPO a proto se zde jimi nebudu opakovaně zabývat (viz. str. 39, 44).

**Graf 4: IPO a SEO v USA v l. 1970-2001.**



Zdroj dat: Ritter – IPO Data.

Sezónní emise akcií může nabývat dvou základních forem, kdy hlavním rozlišovacím prvkem je, zda-li dochází k navýšení základního kapitálu. Při primární SEO jsou emitovány zcela nové akcie a jedná se tudíž o navýšení základního kapitálu firmy, při sekundární SEO se naopak jedná o emisi již existujících, avšak doposud veřejně neobchodovaných akcií firmy, tudíž k navýšení základního kapitálu nedochází. Můžeme konstatovat, že první typ SEO je podstatně důležitější a proto v této kapitole (pokud nebude uvedeno jinak) budeme rozumět pod SEO především emisi zcela nových akcií.

V této kapitole se budu zabývat především tím, jaké rozdíly existují mezi IPO a SEO, jaké motivy vedou určité společnosti k rozhodnutí financovat firmu touto cestou a jaké následky pro firmu SEO může mít. Zároveň bych se rád ve stručnosti věnoval problematice způsobu úpisu sezónní emise akcií a jejímu ohodnocení.

## 2. Formy úpisu.

Proces úpisu sezónní emise akcií je v mnoha ohledech velmi podobný procesu úpisu primární emise akcií popsanému ve třetí kapitole této práce, proto se zde nebudu znovu zabývat celým procesem úpisu, nýbrž pouze významnými rozdíly oproti IPO.

Hlavní rozdíl vyplývá z faktu, že firma, jejíž akcie jsou již na trhu veřejně obchodovány, má výrazně vyšší počet stávajících akcionářů oproti firmě prvně vstupující na veřejný trh. Pokud by došlo k situaci, kdy tito akcionáři nebudou mít možnost získat určitou část sezónní emise akcií, mohlo by na ne zcela efektivně fungujících trzích dojít k poškození zájmů „starých“ akcionářů v důsledku rozmělnění kurzu akcie po SEO, což si můžeme ilustrovat na následujícím příkladu.

Představme si situaci, kdy hodnota firmy před SEO činí 100 jednotek a celkový počet akcií firmy je 10. V takovém případě se kurz akcie a tudíž jmění akcionáře držícího jednu akcii firmy rovná 10. V této situaci se firma rozhodne pro sezónní emisi 10 akcií s emisním kurzem 6 jednotek. Celkový výtěžek tak pro firmu při úspěšně upsané emisi činí 60 jednotek, což společně s původní hodnotou firmy znamená, že hodnota firmy po SEO bude činit 160 jednotek. Nový kurz akcie však bude oproti původnímu kurzu nižší v důsledku vyššího počtu akcií – bude se rovnat 8 jednotkám ( $160/20$ ). Škoda, která tak „starému“ akcionáři vznikne, činí 2 jednotky na každou drženou akcii.

Tato situace se obvykle řeší tak, že původní akcionáři dostanou krátkodobé přednostní právo na koupi nových akcií (v poměrné výši dle držených podílů). Vedle koupě části emise však mohou tato práva i prodat na volném trhu. Pokud se tedy vrátíme k předchozímu příkladu, může investor přednostně zakoupit jednu akcii z nové emise (před SEO vlastnil 10 % firmy, má tedy nárok na 10 % objemu emise). Pokud tak učiní, bude vlastnit dvě akcie firmy v celkové hodnotě 16 jednotek. Vzhledem k tomu, že za nákup jedné dodatečné akcie zaplatil 6 jednotek, bude jeho čistá pozice po SEO činit 10 jednotek, tudíž stejně jako před emisí.

Pokud by ovšem původní akcionář neměl zájem podílet se na SEO (například vzhledem k nedostatku peněz), mohl by své právo na jednu novou akcii prodat za 2 jednotky, což by vyrovnalo jeho ztrátu vyplývající z rozmělnění kursu akcie. Zde samozřejmě musí platit vztah, že cena přednostního práva na jednu novou akcii plus emisní kurz této akcie se rovná novému kurzu akcie po SEO. Vše výše řečené je možné doložit pomocí následujícího obecného schématu:

$K_s$ ....kurz akcie před SEO

$K_e$ ....emisní kurz

$K_n$ ....kurz akcie po SEO

$K_p$ ....hodnota přednostních kupních práv vyplývajících z držby 1 akcie

$a$ .....počet starých akcií

$b$ .....počet nových akcií

$E$ .....celkový objem emise

$H$ .....hodnota firmy (hodnota aktiv + předpokládaná čistá současná hodnota budoucích investic)

Bilance před SEO

H	a $K_s$
---	---------

Bilance po SEO

H + E	(a + b) $K_n$
-------	---------------

$$(1) K_n = \frac{H + E}{a + b} = \frac{aK_s + bK_e}{a + b}$$

Ocenění  $K_p$  na základě arbitráže, kdy alternativy i) a ii) si musí být rovny:

i) nákup akcie za cenu  $K_n$

ii) nákup akcie za cenu  $K_e$  a nákup  $a/b$  přednostních práv

$$(2) \frac{a}{b} K_p + K_e = K_n \rightarrow (3) K_p = \frac{K_n - K_e}{\frac{a}{b}}, \text{ do (3) doplníme za } K_n \text{ z (1) a po úpravě}$$

$$(4) K_p = \frac{K_s - K_e}{\frac{a + b}{b}}$$

$$\text{Jmění původního akcionáře: (5) } K_n + K_p = \frac{aK_s + bK_e}{a+b} + \frac{K_s - K_e}{\frac{a+b}{b}} = K_s$$

Na základě rovnice (5) tedy můžeme konstatovat, že hodnota majetku původních akcionářů při zachování přednostního práva na nákup nových akcií není závislá ani na počtu nově emitovaných akcií, ani na jejich emisním kursu, což je velmi podstatné. Z rovnice (4) lze vyčíst, že hodnota přednostních kupních práv vyplývající z držby jedné původní akcie je tím vyšší, čím vyšší je rozdíl mezi původním a emisním kurzem akcie.

Jak jsem již uvedl výše, k poškození zájmů stávajících akcionářů při vyloučení přednostních práv může dojít na nedokonale fungujících trzích. Pokud však trhy fungují efektivně, pak by emisní kurz akcie měl být emitentem a manažerem emise určen na úrovni očekávaného kurzu akcie po SEO. Pokud tedy budeme pokračovat ve výše naznačené analýze, pak dostaneme:

$$(6) K_e = K_n \rightarrow (7) bK_n = E \rightarrow (8) b = \frac{E}{K_n}$$

$$\rightarrow (9) (a+b)K_n = \left(a + \frac{E}{K_n}\right)K_n = aK_n + E = H + E \quad (\text{bilanční identita})$$

$$\rightarrow (10) K_n = \frac{H}{a} = K_s$$

Z rovnice (10) je tedy možné vidět, že na dokonale fungujících trzích nedochází k poškození zájmů původních akcionářů ani v případě, kdy nemají možnost přednostně zakoupit dodatečné akcie z nové emise, neboť kurz akcií, které držely již před SEO, zůstane i po emisi nezměněn. Jak ovšem dobře víme, většina trhů je tomuto ideálu více či méně vzdálena, a proto i debata o tom, zda-li zachovat přednostní kupní práva, je vcelku živá. Původní akcionáři pochopitelně preferují zachování těchto práv, neboť na nedokonalých trzích je emisní kurz akcie vždy nižší než původní akciový kurz.

Ve srovnání s IPO se dá říci, že víceméně zůstávají zachovány všechny formy úpisu jako u primární emise akcií, navíc však přibývají ještě možnosti, kdy emitent upíše svou emisi skrze přednostní kupní práva stávajících akcionářů. Tento proces pak může nabývat dvou základních podob.

V prvním případě se emitent spoléhá na to, že celá sezónní emise akcií bude upsána výhradně přes stávající akcionáře či investory, kteří od nich jejich předkupní práva odkoupí. Emisní kurs nových akcií pak bývá obvykle stanoven 15-20 % pod současnou tržní cenou akcie<sup>29</sup>.

Ve druhém, poměrně častém případě, si emitent najímá manažera emise, který mu zaručí, že případné neupsané akcie sám odkoupí. V podstatě se tedy jedná o situaci, kdy se banka nachází v krátké put pozici a z jejího pohledu je žádoucí, aby emisní kurz nebyl příliš vysoký.

Pro způsob úpisu SEO jsou charakteristické výrazné regionální rozdíly. Oba způsoby úpisu přes přednostní kupní práva jsou typické především pro Evropu, kde v mnoha zemích je tento způsob úpisu právně závazný. I přesto však existují okolnosti, za kterých emitent není povinen tento postup dodržet – mezi takové situace patří například obrana před nepřátelským převzetím, úpis akcií na zahraniční burze, převzetí jiného subjektu platbou ve formě akcií či poměrně nízké navýšení základního kapitálu (například v Německu se jedná o hranici 10 % základního kapitálu). Obecně je možné říci, že zákony jsou v tomto směru stále více uvolňovány.

Pokud se firma rozhodne pro úpis sezónní emise akcií jinou formou než přes přednostní práva, má na výběr z více možností. Emitent může upsat akcie přímo bez zprostředkovatele (běžné při převzetí firmy), najmout si manažera emise, který však nenese riziko za upsání emise a hraje roli pouhého zprostředkovatele, či naopak celou emisi investiční bance prodat za předem dohodnutou cenu a ta poté nese celé riziko za úpis akcií (firm commitment).

Právě posledně jmenovaný způsob úpisu SEO je na rozdíl od Evropy nejčastější formou úpisu v USA a Japonsku, naopak forma úpisu přes přednostní kupní práva je v těchto zemích v současné době k vidění velmi zřídka. Emisní kurz pak obvykle bývá stanoven zhruba 3 % pod úroveň tržního kurzu akcie z předchozího dne<sup>30</sup> (obdobné výsledky i v Evropě<sup>31</sup>). Tento rozdíl mezi emisním a aktuálním tržním kursem akcie v dřívějších letech nebyval tak patrný a v čase rostl<sup>32</sup>.

---

29. Eckbo, Masulis: „Seasoned Equity Offerings: A Survey.“

30. Ritter: „Investment banking and securities insurance“.

31. Gajewski, Ginglinger: „Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from France“.

32. Mola, Loughran: „Discounting and clustering in seasoned equity offering prices“.

Jak uvidíme v následující části textu, fakt, že tato metoda úpisu je v současné době v některých zemích již zcela dominantní a i v dalších zemích je možné pozorovat trend směřující k této formě úpisu SEO, je poměrně překvapivý především z pohledu nákladnosti jednotlivých metod úpisu sezónní emise akcií.

### 3. Náklady SEO.

Pro srovnání přímých nákladů jednotlivých metod úpisu SEO je potřeba, aby údaje pro různé formy úpisu vycházely ze stejné ekonomiky – ve většině zemí však dominuje převážně jedna forma úpisu a ostatní způsoby se vyskytují velmi zřídka, proto je srovnání nákladů částečně obtížné. I proto budeme opět vycházet především z údajů týkajících se ekonomiky USA, kde celkový vzorek je dostatečně velký pro srovnání tří dominantních metod úpisu (předkupní práva bez pojistky, pojištěná předkupní práva, prodej emise investiční bance), ačkoli vzorek pro obě formy úpisu přes přednostní práva je ve srovnání se vzorkem pro prodej emise investiční bance výrazně nižší. Poté uvedu i srovnání přímých nákladů s některými evropskými zeměmi.

Mezi přímé náklady můžeme pro všechny formy úpisu SEO zařadit poplatky za právnícké a účetní služby, nejrůznější registrační poplatky a daně v závislosti na konkrétním uspořádání kapitálového trhu a další menší náklady (propagační dokumenty). Pokud firma emituje SEO formou úpisu přes nepojištěná předkupní práva, pak jsou výše zmíněné náklady i její celkové přímé náklady spojené s SEO.

Naproti tomu firma, emitující sezónní emisi akcií přes pojištěná předkupní práva, má ještě dodatečné náklady v podobě poplatku upisovateli, který se obvykle skládá ze dvou částí – fixní poplatek za úpis akcií a dále poměrný poplatek v závislosti na tom, kolik akcií neupsaných na základě předkupních práv investiční banka odkoupí. V USA je v drtivé většině takových emisí přes přednostní práva upsáno více jak 70 % akcií, typicky pak investiční banka odkoupí okolo 15 % objemu emise<sup>33</sup>. Z toho se dá soudit, že riziko, které upisovatel při takové transakci podstupuje, není příliš vysoké.

Pokud sezónní emise akcií probíhá formou prodeje celé emise investiční bance, pak struktura nákladů je obdobná jako v předchozím případě s tím rozdílem, že poplatek upisovateli nemá pohyblivou, nýbrž pouze fixní část, která je obvykle výsledkem jednání mezi emitentem a manažerem emise.

---

33. Singh: „*Common stock rights offering and the standby underwriting contract.*“

**Tabulka 8: Přímé náklady SEO v USA v l. 1963-1981.**

	Prodej emise investiční bance		Pojištěná předkupní práva		Nepojištěná předkupní práva	
	Průmysl	Služby	Průmysl	Služby	Průmysl	Služby
Vzorek	351	639	42	89	26	23
Kompenzace upisovateli (mil. USD)	1,47	1,78	1,2	0,56	-	-
Ostatní náklady (mil. USD)	0,25	0,14	0,39	0,38	0,11	0,45
Celkové přímé náklady (mil. USD)	1,72	1,92	1,59	0,94	0,11	0,45
Celkové přímé náklady/objem emise	6,09%	4,23%	4,03%	2,44%	1,82%	0,51%

Zdroj: Eckbo, Masulis: „Seasoned Equity Offerings: A Survey.“

Jak můžeme vidět v tabulce 8, průměrné přímé náklady sezónní emise akcií jsou vyšší pro průmyslové podniky než pro společnosti operující v sektoru služeb. Vůbec nejvyšší přímé náklady spojené s SEO mají průmyslové podniky, které se rozhodnou upsat akcie prostřednictvím prodeje celé emise investiční bance – v průměru dosahují u průmyslových podniků 6,09 % celkového objemu emise.

Zde je možné učinit zajímavé srovnání s přímými náklady primárních emisí akcií upisovaných stejnou formou, tedy prodejem celé emise investiční bance, které v USA průměrně dosahují 11 %<sup>34</sup>. Jednou ze dvou hlavních příčin stavu, kdy přímé náklady SEO jsou výrazně nižší než přímé náklady IPO, je vyšší celkový objem průměrné SEO ve srovnání s průměrnou IPO (rozpuštění fixních nákladů). Dalším důvodem pak je vyšší riziko spojené s úpisem primární emise akcií vzhledem k vyšší nejistotě ohledně budoucí ceny akcie (vyplývající z neexistence aktivního sekundárního trhu s akciemi), které může způsobit neúspěch celé emise. Zrušení či odložení emise je výrazně pravděpodobnější při IPO než při SEO<sup>35</sup>, což pochopitelně zvedá celkové přímé náklady IPO.

Pokud se vrátíme ke srovnání přímých nákladů jednotlivých metod úpisu SEO, pak oproti metodě prodeje celé emise investiční bance dosahují průměrné přímé náklady průmyslového podniku při úpisu SEO formou nepojištěných předkupních práv výrazně nižších 1,82 %. Pokud průmyslová firma emitovala akcie formou předkupních práv s pojistkou odkupu neupsané části akcií investiční bankou, dosáhly náklady v průměru 4,03 %, tedy hodnoty mezi oběma předchozími alternativami.

34. Ritter: „The costs of going public“.

35. Eckbo, Masulis: „Seasoned Equity Offerings: A Survey.“

Rád bych nyní tyto hodnoty srovnal s přímými náklady SEO v Evropě, ačkoli jsem si vědom toho, že výsledků bylo dosaženo v různých studiích v rámci různých institucionálních uspořádání a ne vždy zcela stejnými postupy, a že tedy i kompatibilita těchto dat je do jisté míry omezená.

Podle studie<sup>36</sup> z roku 2000 dosáhli průměrné přímé náklady německých nebankovních společností při emisi formou pojištěných předkupních práv velmi solidních 1,65 % (vzorek 95 emisí). Oproti tomu přímé náklady emitenta při sezónní emisi akcií prodané investiční bance dosáhly výrazně vyšších 4,61 % (nutno však podotknout, že se jednalo o vzorek pouhých 4 emisí). I tak jsou však obě tyto hodnoty poměrně výrazně nižší než výše uvedená americká data týkající se průmyslových podniků (v prvním případě o 59 %, ve druhém pak o 24 %).

I data z některých dalších evropských zemí, která můžeme vidět v tabulce 9, potvrzují, že přímé náklady sezónní emise akcií jsou na minimálně srovnatelné úrovni s USA. Pouze Velká Británie z tohoto srovnání nevychází příliš dobře, neboť náklady při úpisu SEO formou předkupních práv zde dosahují téměř 6 %, což je opravdu vysoké číslo ve srovnání s Německem či Francií, kde se tyto náklady pohybují pod hranicí 2 % z celkového objemu emise.

**Tabulka 9: Přímé náklady SEO / objem emise (%).**

Země	Prodej emise investiční bance		Pojištěná předkupní práva		Nepojištěná předkupní práva	
	Nefinanční	Finanční	Nefinanční	Finanční	Nefinanční	Finanční
Francie	2,53		1,79		1,27	
Německo	4,61	3,47	1,65	0,72	-	-
Norsko	-	-	4,40	3,00	3,40	2,30
Švýcarsko	5,65		4,71	2,92	-	-
UK	-	-	5,78			

Zdroje: Gajewski, Ginglinger: „Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from France“.

Bühner, Kaserer: „External financing costs and economies of scale in investment banking - The case of seasoned equity offerings in Germany“.

Bohren, Eckbo, Michalsen: „Why underwrite rights offerings? Some new evidence“.

Kaserer, Steiner: „The Cost of Raising Capital - New Evidence from Seasoned Equity Offerings in Switzerland“.

Armitage: „The direct costs of UK rights issues and open offers“.

36. Bühner, Kaserer: „External financing costs and economies of scale in investment banking - The case of seasoned equity offerings in Germany.“



Pokud bychom se podívali na faktory, které výši nákladů ovlivňují, pak ve většině zde uvedených studií došli jejich autoři k závěru, že náklady rostou s rostoucím relativním navýšením základního kapitálu, volatilitou akcie emitujícího podniku, tržním rizikem či počtem manažerů emise a naopak klesají s rostoucím objemem emise či počtem velkých akcionářů.

Pokud se nyní vrátíme k USA, pak z výše uvedeného jasně vyplývá, že dominantní forma úpisu sezónní emise akcií je zároveň také tou nejdražší. A přestože jsem uvedl, že v Evropě doposud převažují emise s předkupními právy, je možné i zde pozorovat trend odklánějící se od této varianty a uvolňující se legislativní podmínky pro možnost vyloučení předkupních práv „starých“ akcionářů. Jaké motivy tedy mohou firmy vést k tomu, aby emitovaly nové akcie výrazně dražší metodou?

Většina potenciálních vysvětlení vychází z problematiky vztahů mezi vlastníky firmy a managementem, které budu v této práci nazývat problémy zmocnění, případně náklady zmocnění<sup>37</sup>. Jednou z možností, proč firmy volí raději dražší formu prodeje emise investiční bance, je přání managementu rozšířit stávající akcionářskou základnu, čímž by se snížil vliv jednotlivých akcionářů a zároveň by tak klesala kvalita kontrolních mechanismů. Management by pak v takové situaci mohl využívat různých privátních výhod spojených s řízením podniku s menším rizikem.

Dalším faktorem, který ovlivňuje rozhodnutí podniku o formě úpisu, by mohlo být členství jednoho či více investičních bankéřů ve výkonné radě akciové společnosti. Podle studie z roku 1981<sup>38</sup>, provedené mezi 100 největších průmyslových podniků v USA, byl ve výkonné radě 27 firem zastoupen alespoň jeden investiční bankéř. V tomto případě může konflikt zájmů pochopitelně vést k nadměrnému počtu SEO upisovaných prostřednictvím prodeje emise investiční bance, ačkoli z pohledu akcionářů se nejedná o nejefektivnější dostupnou metodu.

---

37. Jedná se o český překlad anglických termínů „agency problems“ a „agency costs“, který používá Tomáš Richter ve své disertační práci „Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování českých akciových společností“. Výše zmíněné anglické termíny doposud nemají v češtině ustálený překlad.

38. Herman: „Corporate control, Corporate power“.

Z pohledu managementu skýtá emise prostřednictvím investiční banky i další výhody, například různé formy odměn členům výkonného výboru ze strany investiční banky provádějící emisi. Obdobným motivem je i minimalizace rozmělnění kurzu akcie po SEO, neboť členové managementu často bývají odměňováni například kupními opcemi na akcie firmy (rozmělnění kurzu je u emise formou prodeje investiční bance v průměru výrazně nižší než při využití předkupních práv, neboť emisní kurz akcie bývá v takovém případě stanoven zhruba 3 % pod aktuální tržní kurz akcie ve srovnání s 15–20 % u druhé varianty).

Model<sup>39</sup> z roku 1992 se snaží problém volby dražší metody úpisu SEO vysvětlit pomocí informační asymetrie mezi managementem a investory. Předpokladem je, že management firmy se snaží maximalizovat blahobyt „starých“ akcionářů. Pokud si je vědom faktu, že akcie firmy jsou v současné době nadhodnoceny (tím pádem bude nadhodnocena i samotná emise), bude se snažit prodat celou emisi novým akcionářům (a ušetřit tak stávající akcionáře účasti na emisi). Naopak v případě, kdy si je management vědom toho, že akcie i emise jsou na trhu korektně oceněny, pak volí metodu prodeje skrze předkupní práva a zároveň tím dává účastníkům trhu určitý signál o své kvalitě.

Je sporné, zda-li je management v tomto modelu skutečně veden touhou o zachování blahobytu stávajících akcionářů, avšak existuje určitá empirická podpora pro fakt, že investoři skutečně chápou volbu formy emise jako signál kvality emitenta. Podle souhrnu několika amerických studií<sup>40</sup>, týkajících se SEO průmyslových podniků, klesl tržní kurz akcie firmy po oznámení metody úpisu o 3,1 % u emisí realizovaných formou prodeje investiční bance. Naproti tomu u emise upisované přes nepojištěná přednostní kupní práva klesl kurz pouze o 1,4 % (v případě pojištěných předkupních práv o 1,5 %).

K podobným závěrům došli i autoři studie z roku 1997<sup>41</sup>, kteří se zabývali problematikou bankovních fúzí, kde dominantní forma kompenzace akcionářům převzaté banky bývá platba běžnými akciemi banky přebírající. V případě, kdy se obě strany dohodly na platbě fixním počtem akcií (v tomto případě možno chápat jako ekvivalent prodeje SEO investiční bance), došlo po oznámení k poklesu tržního kurzu akcie o 3,3 %. Naproti tomu v případě, kdy se dohodly na platbě neurčitým počtem akcií do určité fixní výše (ekvivalent předkupních práv), poklesl vzápětí kurz pouze o 1,1 %. Tyto výsledky opět potvrzují strach investorů z informační asymetrie.

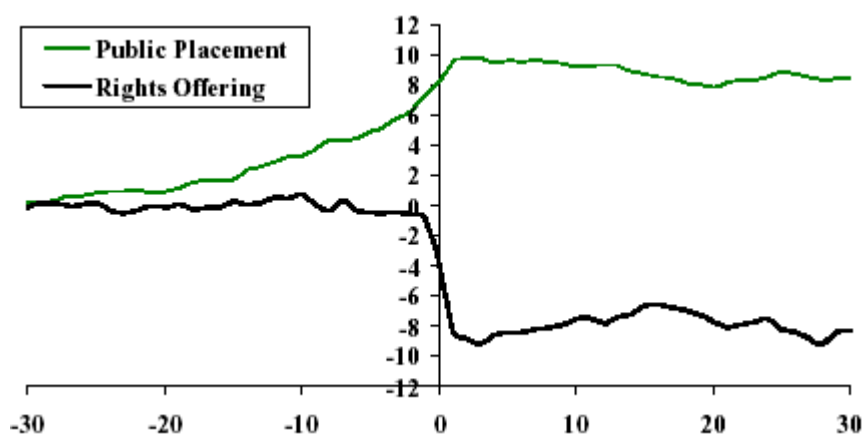
---

39. Eckbo, Masulis: „Adverse selection and the rights offer paradox.“

Pokud vezmeme v úvahu tato fakta, pak je o to překvapivější skutečnost, že dominantní formou úpisu SEO je v USA právě prodej emise investiční bance, neboť k vyšším přímým nákladům se ještě přidává efekt vyššího poklesu akciového kurzu po oznámení o plánované sezónní emisi akcií (záleží na interpretaci, zda-li tento pokles budeme chápat jako nepřímý náklad emise, k čemuž se ještě vrátíme).

Situace ovšem není na všech trzích stejná, naopak je často možné pozorovat dosti odlišné trendy v různých zemích. Příkladem může být velmi živý trh SEO v Hong Kongu, kde autoři studie z roku 2002<sup>42</sup> dokumentují stav, kdy po oznámení o sezónní emisi akcií formou přednostních práv poklesly akcie emitujících firem o výrazné 7,1 %. U emisí prodaných jinou formou naopak dosáhl růst akciových kurzů v průměru 3,1 %. Na grafu 5 pak můžeme vidět vývoj akciových kurzů firem měsíc před a měsíc po oznámení o způsobu emise a lze z něj vyčíst, že firmy emitující SEO formou přednostních práv dosahovaly horších výnosů ještě před oznámením o formě emise.

**Graf 5: Kumulované denní průměrné abnormální výnosy (osa x – časová osa, v čase 0 oznámení o emisi) akcií firem emitujících SEO v Hong Kongu v l. 1989-1997.**



Zdroj: Wu, Wang: „Why do firms choose value-destroying rights offerings? Theory and evidence from Hong Kong.“

Poznámka: *Public Placement* je anglický výraz pro veřejnou nabídku, *Rights Offering* pro předkupní práva.

40. Eckbo, Masulis: „Seasoned Equity Offerings: A Survey.“

41. Houston, Ryngaert: „Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers.“

42. Wu, Wang: „Why do firms choose value-destroying rights offerings? Theory and evidence from Hong Kong.“

Obdobný vývoj jako v Hong Kongu je dokumentován i pro trh SEO ve Velké Británii<sup>43</sup>. Co stojí za tak odlišně se chovajícími trhy SEO ve srovnání s trhem americkým? Podle autorů studie z Hong Kongu může volba formy emise signalizovat investorům úroveň privátních požitků vyplývajících z kontroly u stávajících manažerů, kteří jsou však zároveň hlavními akcionáři.

Pokud se manažeři / kontrolní akcionáři rozhodnou pro SEO formou předkupních práv, pak zůstane jejich vliv i vliv ostatních akcionářů nezměněn, v případě prodeje emise investiční bance jim však hrozí částečná (příp. úplná) ztráta kontroly nad podnikem a tím i ztráta určité části privátních požitků z kontroly. Mírně zjednodušeně řečeno, čím vyšší je úroveň těchto požitků, tím spíše se manažeři / kontrolní akcionáři rozhodnou pro emisi formou přednostních práv, kdy jejich vliv zůstane nezměněn. Autorům zde zmiňované studie se daří pro tuto teorii najít i empirickou podporu.

Čtenář si jistě vzpomene, že o několik stránek zpět byla obdobná situace popsána zcela jinak. A sice že management firmy zvyšuje své privátní požitky přesně opačně - volbou prodeje emise právě investiční bance (potažmo novým akcionářům), čímž se snižuje vliv jednotlivých akcionářů a tím i úroveň kontrolních mechanismů. Zde je samozřejmě rozhodujícím faktorem institucionální rámec ekonomiky, neboť v teorii vyplývající ze situace v Hong Kongu jsou manažeři zároveň kontrolními akcionáři, v teorii vyplývající ze situace v USA je naopak důležitým prvkem oddělená kontrola společnosti od vlastnictví.

Význam akcionářské struktury lze podpořit i situací dokumentovanou v Německu<sup>44</sup>, kdy u podniků kontrolovaných rodinou mělo oznámení o SEO pozitivní efekt na kurz akcie (+ 1,31 %). U podniků kontrolovaných finanční institucí byl tento efekt o málo nižší (+ 1,02 %). Naopak u firem s rozdrobenější akcionářskou strukturou kontrolovaných managementem byl oznamovací efekt negativní (-0,2 %).

Z teoretického hlediska by oznamovací efekt o SEO při užití přednostních práv měl mít nulový nebo pozitivní efekt, neboť nedochází k přesunu bohatství od stávajících k novým akcionářům. K pozitivnímu vývoji kurzu by mělo dojít v případě, pokud budeme předpokládat, že investice financované výnosem z emise by měly mít kladnou současnou čistou hodnotu a k oznámení o SEO a investici samotné dojde současně.

---

43. Slovin, Sushka, Lai: „Alternative flotation methods, adverse selection, and ownership structure: evidence from seasoned equity issuance in the U.K.“.

44. Gebhardt: „Announcement Effects of Financing Decisions by German Companies: Synthesis of an Empirical Research Programme“.

Tento teoretický předpoklad je také na většině trzích SEO platný. V tabulce 10 je možné vidět souhrn výsledků z různých zemí týkajících se reakcí akciových kurzů firem po oznámení o sezónní emisi akcií formou předkupních práv, kde pouze v Kanadě byl dokumentován negativní vývoj v průměru o 4 %. V ostatních zemích se naopak akciové kurzy vyvíjely pozitivně.

**Tabulka 10: Vývoj kurzu akcií firmy po oznámení o SEO formou přednostních práv.**

Země	Vzorek	Abnormální výnos (%)
Austrálie	90	2,96
Finsko	19	1
Japonsko	28	2,21
Kanada	69	-4
Korea	791	2,41
Itálie	82	1,2
Řecko	38	3,97

*Zdroj: Gebhardt: „Announcement Effects of Financing Decisions by German Companies: Synthesis of an Empirical Research Programme“.*

Je vidět, že volba formy způsobu emise je silně závislá na institucionálních podmínkách v té které zemi a zároveň výběr ovlivňuje celkové náklady sezónní emise akcií. Domnívám se, že z pohledu efektivity (vzhledem k nižším přímým nákladům) a „spravedlnosti“ (nedochází k přesunu bohatství od stávajících k novým akcionářům) by měl být v Evropě zachován současný rámec s dominantní metodou úpisu SEO formou předkupních práv a přesně definovanými podmínkami možnosti využití jiné formy úpisu (v kapitole týkající se českého kapitálového trhu uvidíme, že tomu tak ne vždy je).

#### **4. Dlouhodobý vývoj firem po SEO.**

Stejně jako v případě primárních emisí akcií dochází podle mnoha zejména amerických studií k podvýkonnosti i u firem emitujících sezónní emise akcií. V tabulce 11 můžeme vidět měnící se výnosy firem v pěti následujících letech po SEO ve srovnání s obdobně velkými firmami, případně ještě s firmami s obdobným poměrem účetní a tržní hodnoty. Z tabulky lze vyčíst, že v průměru ztrácely emitující firmy 3,6 %, resp. 3,4 % ročně.

I v dalších osmi velkých amerických studiích<sup>45</sup> autoři docházejí k obdobným výsledkům, které se pohybují mezi roční podvýkonností v rozmezí 1,1-6,1 % v závislosti na vybraném období, velikosti zkoumaného vzorku, délky sledovaného období po emisi (některé studie zkoumají pouze tři následující roky po SEO) a především pak výběru srovnávaných neemitujících firem, k čemuž se ještě vrátíme.

**Tabulka 11: Výkonnost firem po SEO v USA v l. 1970-2000.**

	Prvních 6 měsíců	Druhých 6 měsíců	1. rok	2. rok	3. rok	4. rok	5. rok	Geometrický průměr
SEO firmy	6,7%	1,5%	9,4%	3,6%	10,9%	14,7%	15,9%	10,8%
Firmy stejné kapitalizace	6,1%	7,0%	14,0%	12,9%	14,4%	15,3%	15,5%	14,4%
Rozdíl	<b>0,6%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-9,3%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-3,6%</b>
Počet SEO	7 502	7 475	7 504	7 226	6 603	5 936	5 188	7760
SEO firmy	7,4%	2,2%	10,6%	5,3%	12,3%	14,2%	14,2%	11,3%
Firmy stejné kapit. a BMV*	5,4%	5,6%	11,5%	13,6%	15,6%	16,9%	15,9%	14,7%
Rozdíl	<b>2,0%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-8,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-3,4%</b>
Počet SEO	6 638	6 622	6 638	6 289	5 711	5 123	4 448	6638

Zdroj: Ritter: „Investment banking and securities issuance“.

\* poměr účetní a tržní hodnoty (book-to-market)

Pokud se týká dalších zemí, pak v Německu<sup>46</sup> byla dokumentována podvýkonnost firem po SEO ve výši 2 % ročně a v Japonsku<sup>47</sup> zhruba 3,5 %. Ve Francii<sup>48</sup> sice společnosti po emisi s přednostními právy dosahovaly obdobné podvýkonnosti jako firmy v USA, ovšem u firem emitujících formou prodeje emise investiční bance nebyla podvýkonnost prokázána. Ve Švýcarsku<sup>49</sup> sice byla prokázána podvýkonnost ve výši 1,71% pro nefinanční společnosti, avšak finanční společnosti dosahovaly pozitivních abnormálních ročních výnosů ve výši 14,82 % - celkově pak firmy v této zemi dosahují po SEO ročních výnosů ve výši 2,85 %. Dvě studie sice prokázaly určitou podvýkonnost emitujících firem i ve Velké Británii<sup>50</sup>, avšak analýza<sup>51</sup> z roku 2002, založená na stejném vzorku firem, ovšem na jiné metodologii, tyto výsledky nepotvrzuje.

Existuje několik možných vysvětlení podvýkonnosti firem po sezónní emisi akcií. Některá z nich jsou však velmi podobná teoriím vysvětlujícím podvýkonnost firem po IPO, proto je zde nebudu znovu uvádět (viz. využití optimismu trhu – str. 44, umělá tvorba zisků před emisí – str. 45).

45. Pro přehled studií na toto téma týkajících se USA doporučuji Ritter: „Investment banking and securities issuance“.

V poslední době se však soustředí pozornost akademiků mnohem více než na teorii vysvětlující podvýkonnost firem po SEO na fakt, zda-li ve skutečnosti vůbec k podvýkonnosti dochází. Jak jsem již uvedl, ve Velké Británii bylo na základě stejných dat, avšak díky různé metodologii, dosaženo rozdílných výsledků. Zároveň i ostatní studie jsou v současné době často podrobeny kritice a nezřídka bývají samotnými autory revidovány<sup>52</sup>.

V krátkosti, kritika směřuje především k „ex ante“ výběru firem, se kterými jsou emitující firmy srovnávány. Dle mnoha autorů nejsou při tomto výběru dostatečně zohledněny všechny faktory výnosnost ovlivňující - například fakt, kdy díky nové emisi akcií firmy klesá její zadluženost a naopak roste likvidita, což má vliv na nižší rizikovost firmy a tím pádem i její předpokládaná výnosnost by měla být nižší. Domnívám se, že hlubší rozbor různých ekonometrických postupů by již byl za hranicemi této práce a proto odkazuji na prameny touto problematikou se zabývající<sup>53</sup>, a otázku, zda-li k podvýkonnosti firem po SEO skutečně dochází, bych vzhledem k současné velmi živé diskusi na toto téma ponechal otevřenou.

---

46. Stehle, Erhardt, Przyborowsky: „Long-run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues“.

47. Cai, Loughran: „The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992“.

48. Jeanneret: „Use of the proceeds and long-term performance of French SEO firms“.

49. Dubois, Jeanneret: „The long-run performance of seasoned equity offerings with rights: Evidence from the Swiss market“.

50. Levis: „Seasoned equity offerings and the short and long-term performance of IPOs in the U.K.“; Suzuki: „Seasoned equity offerings in the UK, usage of funds, method of issue and share price reaction of issuers“.

51. Abhyankar, Ho: „Long-horizon abnormal performance after SEOs revisited: An asset allocation perspective“.

52. Li, Zhao: „Is there an SEO puzzle?“.

53. Dobrý přehled týkající se metodologické problematiky spojené s měřením výkonnosti firem po SEO poskytne např. Soucik, Allen: „Long run underperformance of seasoned equity offerings: Fact or an illusion?“; Brown, Gallery, Goei: „Does market misvaluation help explain share market long-run underperformance following a seasoned equity issue?“; Li, Zhao: „Is there an SEO puzzle?“.

## 5. Závěr.

V této kapitole jsem se zabýval sezónními emisemi akcií, které jsou v mnoha ohledech podobné emisím primárním – například cykličností. Narozdíl od nich však u SEO nedochází ke krátkodobému podhodnocování emisních kurzů, neboť stanovit cenu emise je díky již obchodovaným akciím výrazně jednodušší. Zároveň ani dlouhodobá výkonnost, která je u firem po primární emisi prokazatelně nižší než u srovnatelných neemitujících společností, zřejmě nebude u firem po sezónní emisi tak nízká, jak se původně podle mnoha studií předpokládalo.

Na druhou stranu se objevují jiné problémy související především s otázkou, jakou úlohu by při emisi měli hrát stávající akcionáři společnosti. Zatímco v USA probíhá většina SEO formou prodeje celé emise investiční bance bez účasti stávajících akcionářů, v Evropě doposud většina emisí probíhá se zachováním předkupních práv akcionářů. Jak jsme si ukázali, tato otázka by nebyla podstatná v případě, kdyby investoři operovali na dokonalých trzích. Tak tomu však bohužel není a tak při vyloučení těchto práv dochází k transferu bohatství mezi jednotlivými účastníky trhu.

Osobně se domnívám, že předkupní práva by měla být v případech, kdy to situace dovoluje, zachována. Hlavními důvody, které mě k tomuto závěru vedou, jsou nižší přímé náklady této formy SEO a právě zamezení přesunům bohatství.

Na druhou stranu jsme však zmínili situace, kdy z pohledu firmy je naopak žádoucí emitovat jinou formou než pomocí předkupních práv, a proto by takové situace měly být legislativně vymezeny. Dalším faktem, mluvícím ve prospěch vyloučení účasti stávajících akcionářů na emisi, a to zejména na rozvíjejících se trzích, je neexistence trhu s předkupními právy na akcie. Navíc v případě, kdy takový trh existuje, vznikají dodatečné transakční a regulační náklady s tímto trhem spojené, které nejsou zohledněny v přímých nákladech emise formou předkupních práv.



## 7. Trh emisí akcií v České republice.

### 1. Úvod.

Můžeme konstatovat, že vedle cenotvorné je další hlavní úlohou fungujícího kapitálového trhu funkce alokační, tedy zajištění přísunu volného kapitálu k potenciálně nejvýnosnějším investicím. Bohužel nabídka investičních instrumentů je na českém trhu značně omezená, což úzce souvisí s nízkou emisní aktivitou firem na českém trhu, jimž se tak výrazně snižuje počet možných způsobů získání kapitálu pro své investiční aktivity. Snad nejvýrazněji chybí českému kapitálovému trhu nové emise akcií, a to jak firem na burze již obchodovaných, tak i nových podniků, které by trh oživily a zároveň nahrazovaly odcházející tituly.

Jaké problémy stály za faktem, že během desetiletého fungování Burzy cenných papírů Praha (dále jen „BCPP“) nedošlo k jediné klasické primární emisi akcií (k jediné IPO na českém trhu došlo v roce 1998, kdy nové akcie emitovala společnost Software602, a.s., avšak ne na BCPP, nýbrž na RM - Systému)? Domnívám se, že šlo o kombinaci mnoha negativních vlivů jak ekonomického, tak právního charakteru. A přestože se od sebe pokusím jednotlivé vlivy oddělit, ne vždy je to vzhledem k přirozenému prolínání legislativního a ekonomického prostředí možné.

V této kapitole bych se rád pokusil zanalyzovat jednotlivé vlivy na trh emisí od počátku fungování kapitálového trhu v ČR a zároveň zmapovat současnou situaci v roce 2004, která se zdá být výrazně příznivější než například v roce 2000. Při této analýze budu často využívat srovnání především s Polskem, neboť prošlo obdobným vývojem od centrálně plánované ekonomiky k tržnímu hospodářství jako Česká republika, avšak vývoj trhu primárních emisí akcií byl v tomto státě diametrálně odlišný.

## **2. Ekonomické bariéry.**

### ***a) úvod***

V této subkapitole bych se rád věnoval trhu IPO především z pohledu ekonomických problémů, se kterými se Česká republika v uplynulých 10 letech potýkala. Zabývat se tak budu především formou privatizace a z ní vyplývajícími důsledky pro český kapitálový trh - provázaností výrobních společností s bankovním sektorem, nízkou likviditou BCPP, nedostatečnou regulací kapitálového trhu (přestože úzce souvisí s legislativní stránkou věci, považuji tento problém především za ekonomický – za legislativní problémy budu v pozdější části této práce považovat zejména překážky technického charakteru), celkovým stavem hospodářství či možným vlivem celosvětové krize trhu IPO na český kapitálový trh.

### ***b) kupónová privatizace a její vliv na kapitálový trh v ČR***

Burza cenných papírů Praha vznikla jako akciová společnost 24. listopadu 1992 a k zahájení obchodování došlo 6. dubna 1993. O necelé tři měsíce později bylo na trh uvedeno nejprve 622 emisí akcií z 1. vlny kupónové privatizace, o tři týdny později pak ještě dalších 333 emisí. V březnu roku 1995 pak bylo uvedeno na BCPP dalších 674 emisí akcií, tentokrát z druhé vlny kupónové privatizace.

S tímto masovým uvedením stovek firem na kapitálový trh ostře kontrastuje situace v Polsku a Maďarsku, které se vydaly jinou cestou privatizace. Polsko zvolilo gradualistickou metodu privatizace (postupný prodej podniků managementu a zaměstnancům či zahraničním investorům, IPO) a Maďarsko se soustředilo především na přímý prodej zahraničním vlastníkům.

Domnívám se, že právě dominantní metoda transformace české ekonomiky právní formou veřejné akciové společnosti byla jedním z hlavních strůjců mrtvého trhu s primárními emisemi v ČR. Tomáš Richter<sup>54</sup> konstatuje, že „vyspělým tržním ekonomikám trvalo několiik staletí institucionálního vývoje, než se veřejná akciová společnost stala významnou a relativně stabilní formou velkého podnikání. Výsledky současného výzkumu naznačují, že rozptýlené zprostředkované vlastnictví je i v ekonomických systémech vyspělého světa spíše výjimkou než pravidlem, a že jeho udržitelnost do značné míry závisí na kvalitě právních i mimoprávních institucí“.

Můžeme bez obav konstatovat, že právě kvalita těchto institucí byla v České republice v 90. letech zcela nedostatečná, k čemuž se dostaneme v následující subkapitole. Jaká rizika z nedostatečné regulace kapitálového trhu vyplývají pro trh s primárními emisemi akcií? A jaké další negativní důsledky vyplývaly z kupónové privatizace?

*i) ztráta důvěry investorů*

Slavný Coase-ho teorém (1960) tvrdí<sup>55</sup>: „Jsou-li vlastnická práva volně (svobodně) převoditelná a jsou-li transakční náklady nulové, pak výchozí rozdělení vlastnických práv není podstatné pro alokaci zdrojů. Po výchozím rozdělení vlastnických práv jsou tato práva přeskupována individuálními vlastníky prostřednictvím z jejich vůle dobrovolně sjednaných transakcí do nových vlastnických struktur, jež maximalizují celkovou hodnotu zdrojů.“

Bohužel, Česká republika a dozajista ani žádná jiná tranzitivní ekonomika podmínky Coase-ho teorému nesplňovala. Nejenže transakční náklady jsou v reálném světě pozitivní, ale teorém je vzhledem k uzavírání dohod mezi dvěma stranami zároveň podmíněn vynutitelností těchto komplikovaných smluv, což předpokládá vysoce efektivní soudní systém, v němž zároveň budou soudci dostatečně kvalifikováni k posuzování složitých smluv a ekonomických témat. Ani tato podmínka nebyla v počátcích transformace splněna (dlužno podotknout, že to samé můžeme bohužel konstatovat o české justici i v roce 2004).

Přesto byl počáteční přístup k regulaci českého kapitálového trhu více než laxní. Zpočátku mělo na finanční trh dohlížet Ministerstvo financí ČR (ve vnitřní struktuře ministerstva byl dozorem pověřen odbor 10, pro který se později vžilo označení Úřad pro cenné papíry). V roce 1998 pak bylo MF ČR nahrazeno Komisí pro cenné papíry (dále jen „KCP“ či „Komise“). O úrovni dozoru nad kapitálovým trhem v polovině 90. let dostatečně vypovídá zmínka o „počáteční absenci jakékoliv regulace trhu“ v úvodu k „Cílům Komise a principům regulace kapitálového trhu“ na webových stránkách KCP.

---

54. Tomáš Richter: „Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování českých akciových společností“.

55. Mlčoch: „Institucionální ekonomie“.

Vzhledem k nedostatečné regulaci a chybějící potřebné legislativě pak v průběhu celých 90. let docházelo k obrovským celospolečenským ztrátám způsobeným zpronevěrou majetku privatizovaných akciových společností i privatizačních fondů jak členy managementu těchto společností, tak jinými osobami tyto společnosti ovládajícími, pro které se vžil nechvalně proslulý výraz „tunelování“<sup>56</sup>.

S tímto vývojem ostře kontrastuje situace na polském kapitálovém trhu v 90. letech. Ve studii z roku 2000<sup>57</sup>, zabývající se srovnáním kapitálového trhu v Polsku a České republice především z pohledu kvality regulace a dalších legislativních podmínek, konstatují její autoři, že Polsko od počátku vytvořilo právní rámec silně orientovaný na ochranu zájmů investorů, a to zejména vysokými informačními nároky jak na společnosti na finančních trzích obchodované, tak na společnosti zabývající se zprostředkováním finančních služeb na kapitálovém trhu.

Zároveň konstatují, že již zpočátku fungování kapitálového trhu byla jeho regulací pověřena nezávislá a dostatečně motivovaná komise, jejíž obdoba vznikla u nás právě až v roce 1998 (KCP). To mělo pozitivní vliv na náklady vyplývající z problému zmocnění a autoři konstatují, že tyto náklady byly zejména ve srovnání s Českou republikou poměrně mírné.

Naopak v souvislosti s českým kapitálovým trhem konstatují, že regulace byla zcela nedostatečná, na čemž se značně podílelo MF ČR svým laxním přístupem a nedostatečnou motivací k jeho regulaci. Výsledkem pak byly již zmiňované vysoké celospolečenské ztráty vyplývající z problému zmocnění.

---

56. Domnívám se, že pro účely této práce není potřebný hlubší popis nejrůznějších praktik využívaných k „tunelování“ ani detailnější rozbor problému zmocnění vyplývající z charakteru kupónové privatizace, který k tomuto chování ekonomických aktérů vedl, zvláště pak v situaci, kdy existuje široké spektrum domácích i zahraničních studií tento problém analyzujících. K jejich přehledu doporučuji například již výše zmíněnou práci Tomáše Richtera.

57. Glaeser, Johnson, Shleifer: „Coase versus the Coasians“. Studie poskytuje velmi detailní přehled legislativních rozdílů mezi Českou republikou a Polskem v průběhu 90. let.

V průběhu celé teoretické části této práce byla jako jedna z hlavních podmínek úspěšného fungování trhu s primárními emisemi akcií velmi často zmiňována důvěra investorů v kapitálový trh. A je zcela pochopitelné, že důvěra v český kapitálový trh byla u potenciálních investorů do IPO v důsledku výše popsaných negativních jevů značně nalomena (a to jak u drobných, tak institucionálních investorů). Domnívám se, že strach z nedostatečné ochrany případné investice do IPO byl jedním z podstatných důvodů, proč se na BCPP během deseti let jejího fungování neuskutečnila ani jedna primární emise akcií.

#### *ii) nedostatečná likvidita*

Dalším faktorem, který významně podmiňuje alokační funkci kapitálového trhu, je jeho dostatečná likvidita. V důsledku zvolené privatizační metody se však na český kapitálový trh v počátcích jeho fungování dostalo ohromné množství firem, jejichž akcie byly v převážné většině zcela nelikvidní. To mělo své neodvratné důsledky v neustálém snižování obchodovaných titulů na BCPP. V tabulce 12 můžeme vidět vývoj počtu obchodovaných titulů na jednotlivých trzích BCPP a na varšavské burze cenných papírů (WSE).

**Tabulka 12: Počet obchodovaných titulů na BCPP a WSE v l. 1995-2003.**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Hlavní trh	62	44	45	10	8	5	5	5	5
Vedlejší trh	6	52	58	96	81	60	48	41	34
Volný trh	1 648	1 574	217	197	106	86	49	33	26
<b>Celkem BCPP</b>	<b>1 716</b>	<b>1 670</b>	<b>320</b>	<b>303</b>	<b>195</b>	<b>151</b>	<b>102</b>	<b>79</b>	<b>65</b>
<b>Celkem WSE</b>	<b>65</b>	<b>83</b>	<b>143</b>	<b>198</b>	<b>221</b>	<b>225</b>	<b>230</b>	<b>216</b>	<b>203</b>

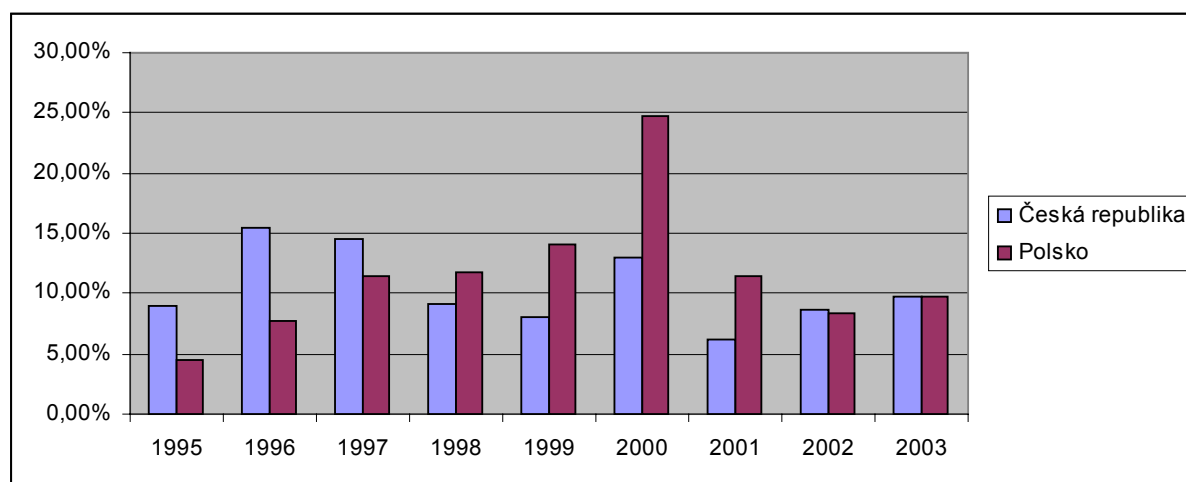
*Zdroj: BCPP.*

Z tabulky je zřejmé, že k hlavnímu „prosetí“ (ne)obchodovaných titulů došlo v roce 1997, kdy byla z volného trhu BCPP vyřazena 1 301 nelikvidní emise. V roce 1998 pak bylo z hlavního trhu na vedlejší převedeno 35 společností, neboť nespĺňovaly stanovenou výši likvidity na centrálním trhu. V roce 1999 následovalo vyřazení dalších 75 společností z volného trhu.

Zároveň je vidět, že polský kapitálový trh se v tomto ohledu vyvíjel zcela jinak, což vyplývá z charakteru zvolené privatizace, kdy polská vláda postupně privatizovala společnosti formou primární emise akcií. K poklesu celkového počtu obchodovaných titulů tak zde prvně došlo až v r. 2002 a od r. 1998 se stabilně pohybuje okolo či mírně nad 200 obchodovanými tituly.

Likviditu kapitálového trhu můžeme měřit různými způsoby, standardně se používají především poměry objemu obchodů k HDP a objemu obchodů k celkové tržní kapitalizaci. V grafu 6 můžeme vidět, jak se v Polsku a České republice vyvíjel prvně jmenovaný ukazatel likvidity.

**Graf 6: Objem obchodů / HDP v ČR a v Polsku v l. 1995-2003.**



Zdroj: BCPP, WSE, [www.polishmarket.com](http://www.polishmarket.com)

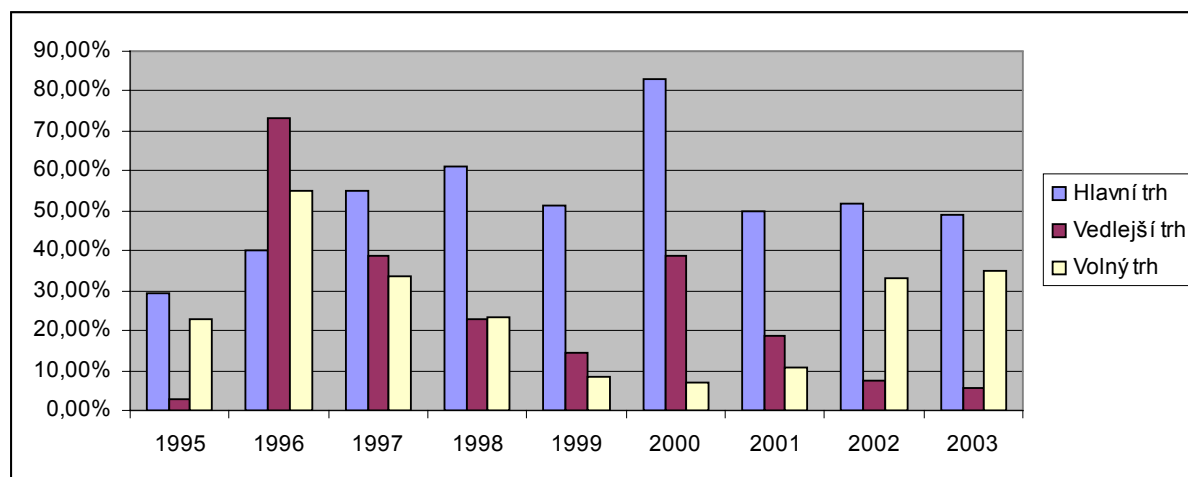
Situace v České republice se zejména v prvních letech existence BCPP zdála být podle tohoto ukazatele výrazně příznivější než v Polsku a dokonce se blížila k hodnotám obvyklým na rozvinutých kapitálových trzích<sup>58</sup>. Hlavním důvodem těchto slušných výsledků byl především redistribuční proces majetkových podílů po kupónové privatizaci. Po ustálení těchto přesunů však zmiňovaný ukazatel likvidity klesal a v současné době se pohybuje okolo hranice 10 %.

58. Koleček: „Porovnání vývoje akciového trhu v České republice a v Polsku“.

V Polsku naproti tomu byl zpočátku objem obchodů v poměru k HDP poměrně nízký, což bylo dáno především nižším počtem obchodovaných titulů. Maxima pak dosáhl v roce 2000, kdy se téměř dotkl hranice 25 %, a v současné době se usadil na srovnatelných hodnotách s Českou republikou. V této souvislosti však stojí za zmínku, že právě v letech 1998–2000, kdy tento ukazatel dosahoval v Polsku svých maximálních hodnot, došlo zároveň na tamním kapitálovém trhu k nejvyšším ročním počtům neprivatizačních primárních emisí akcií.

Pokud se podíváme na druhý zmiňovaný ukazatel likvidity, tedy celkový objem obchodů ve vztahu k tržní kapitalizaci, pak je pochopitelné, že tento ukazatel je nejvyšší u hlavního trhu BCPP, jak vyplývá z grafu 7. Vedlejší a volný trh pak v posledních letech zaznamenávají opačný trend, neboť na prvně jmenovaném likvidita od roku 2000 klesá, na volném trhu naopak roste.

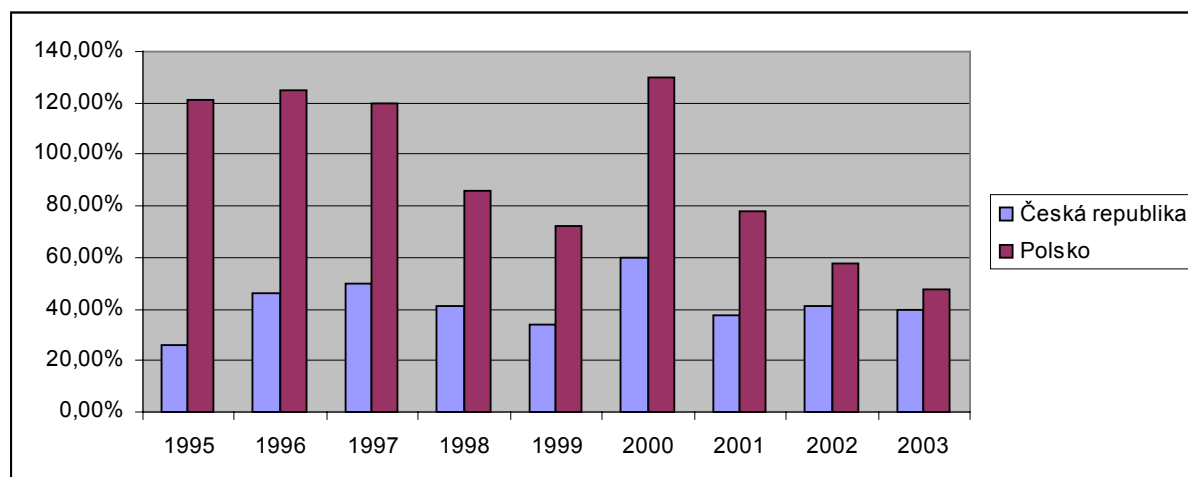
**Graf 7: Objem obchodů v poměru k tržní kapitalizaci na jednotlivých trzích BCPP v l. 1995-2003.**



Zdroj: BCPP.

Graf 8 na následující straně skýtá možnost srovnání celkových obchodů ve vztahu k tržní kapitalizaci mezi českým a polským kapitálovým trhem. Z tohoto grafu zřetelně vyplývá dosavadní vyšší likvidita kapitálového trhu našich sousedů, ovšem s rostoucím počtem titulů na WSE a naopak s vyřazováním nelikvidních emisí z BCPP se tento rozdíl postupně smazává. Toto sblížení bych připsal faktu postupné privatizace v Polsku, kdy se na trh dostaly nejprve kvalitnější firmy, a tudíž i likvidita trhu byla zpočátku vyšší.

**Graf 8: Objem obchodů v poměru k tržní kapitalizaci na BCPP a WSE v l. 1995-2003.**



Zdroj: BCPP, WSE.

Hlavním problémem českého kapitálového trhu však je především struktura objemu obchodů, neboť například v roce 2003 připadalo v průměru na jeden titul z hlavního trhu BCPP 18,02 % celkového objemu obchodů, naopak na jeden titul obchodovaný na vedlejším trhu připadalo v průměru pouhých 0,07 % objemu obchodů, což je skutečně zásadní rozdíl. Od roku 2000, kdy je na hlavním trhu obchodováno pouhých pět emisí, dosáhl podíl jejich obchodů na celkových objemech všech tří trhů vždy alespoň hranice 80 % (a v roce 2003 překročil dokonce hranici 90%). Naproti tomu v Polsku dosáhl v roce 2003 objem obchodů 5 nejlikvidnějších emisí zhruba 58 % na celkových obchodech<sup>59</sup>. I z tohoto strukturálního srovnání tedy vychází o něco lépe polský kapitálový trh.

Domnívám se tedy, že právě nedostatečná likvidita, která je jednou z fundamentálních podmínek správného fungování kapitálového trhu (tedy i jeho alokační funkce), částečně způsobená zvolenou formou privatizace, je dalším z faktorů, který významně ovlivnil špatný stav trhu s primárními emisemi v České republice. Není však možné říci, že by likvidita českého kapitálového trhu byla ve srovnání s polským trhem o tolik nižší, že by to mohlo samo o sobě způsobit tak zásadní rozdíl v počtu primárních emisí akcií. K tomu přispěly i další faktory, které si popíšeme v následujících odstavcích.

59. WSE Fact book 2004.

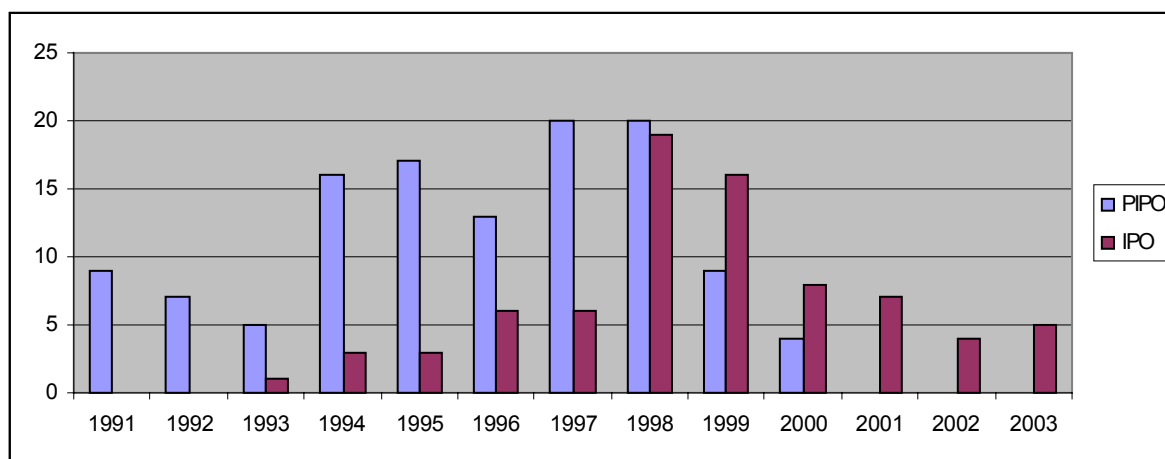


### iii) nedostatečná vládní podpora IPO

Česká republika při privatizaci státního majetku (především velkých firem) využila zejména formu kupónové privatizace, případně přímý prodej zahraničním investorům. Na rozdíl od Polska a Maďarska tak nevyužila ani jednu možnost privatizovat společnost formou primární emise akcií, čímž by vyslala k účastníkům trhu signál, že primární emise akcií je u nás proveditelná. Zároveň by se případná zvýšená důvěra firem v možnost financování podniku formou emise akcií mohla projevit zvýšenou aktivitou čistě soukromých firem na trhu primárních emisí.

Naopak vlády v Maďarsku a především v Polsku se k tomuto kroku odhodlaly. V grafu 9 můžeme vidět vývoj počtu privatizačních IPO a emisí čistě soukromých firem v Polsku v letech 1991-2003 (jedná se o emise, které jsou v současnosti na varšavské burze stále ještě obchodovány a mezi PIPO jsou zařazeny i emise firem, které byly vlastněny zčásti soukromým sektorem).

**Graf 9: Počty privatizačních IPO a čistě soukromých IPO v Polsku v l. 1991-2003.**



Zdroj: WSE Fact book 2004.

Je patrné, že zpočátku nebyly počty IPO polských soukromých firem tak vysoké jako privatizační IPO, v průběhu 90. let se však jejich počet zvyšoval a gradoval v letech 1998 a 1999, kdy i na ostatních světových trzích panoval ohledně primárních emisí akcií nevídaný optimismus. V této souvislosti je rozhodně třeba poznamenat, že je úspěchem polského kapitálového trhu, že i v letech 2000-2003, kdy se naopak situace ohledně důvěry v IPO na světových trzích zcela otočila, docházelo k několika primárním emisím akcií ročně.

Je jisté, že k tomuto vývoji silně pomohl právě způsob privatizace některých společností polskou vládou (počet firem privatizovaných formou primární emise byl ve srovnání s přímým prodejem podniků asi třetinový<sup>60</sup>). Často se objevují kritici, kteří tvrdí, že polská vláda prodávala své „klenoty“ značně pod cenou, tomu však neodpovídá studie z roku 2003<sup>61</sup>, jejíž autoři docházejí k závěru, že podhodnocování emisních kurzů bylo u PIPO obdobné jako u soukromých IPO (počáteční jednodenní výnos očištěný o vývoj trhu, definovaný v rovnici (2) na str. 27, byl 24,57 % pro PIPO a 28,83 % pro IPO (některé jiné studie<sup>62</sup> založené na mírně rozdílném vzorku uvádějí značně vyšší podhodnocování privatizačních IPO (65,6%), je to však způsobeno především vlivem jedné emise, u níž počáteční výnos dosáhl závratných 1 250 %)). Zároveň konstatují, že z dlouhodobého hlediska (36 měsíců po emisi) nedocházelo u emitentů k podvýkonnosti ve srovnání s obdobnými společnostmi pozorované na jiných trzích (viz. str. 43).

Příklad Polska mě tedy vede k závěru, že česká vládní pasivita ve vztahu k alespoň minimálnímu využití kapitálového trhu k privatizaci a zároveň tak k jeho podpoře je dalším faktorem, podílejícím se na neexistenci českých primárních emisí akcií.

#### *iv) vliv bankovního sektoru*

Výsledkem kupónové privatizace byla silná provázanost akciových společností s finančním sektorem. Taková struktura vlastnictví měla pochopitelně vliv na způsob financování podniků především úvěry (zvláště v době, kdy byl bankovní sektor dalek privatizace), neboť pro firmu bylo jednoduché úvěr získat. Samy banky z pozice vlastníků zájem o primární emise akcií neměly, zejména z obav o ztrátu majoritního postavení<sup>63</sup>.

V letech 1995-1997, tedy před a v začátcích české finanční krize, se úvěry na financování českých akciových společností pohybovaly zhruba na úrovni 18 %<sup>64</sup> (v případě například společností s ručením omezeným byl tento podíl ještě mnohem vyšší). Pro srovnání - v Německu, pověstném právě silnou provázaností podnikového a bankovního sektoru, byl tento podíl v l. 1970–1994 11,9 % (viz. tabulka 1 na str. 12).

---

60., 61. Jelic, Briston: „Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience“.

62. Aussenegg: „Privatization versus private sector Initial Public Offerings in Poland“.

63. Mejstřík: „Test recesí vyčistil kapitálový trh“.

64. Buchtíková: „Empirická analýza financování podniků a úvěrových aktivit bank v ČR v letech 1995-1997“.

Po roce 1997, kdy banky otočily kurz a došlo ke značnému přiškrcení poskytovaných úvěrů, tak firmy často přišly o svůj hlavní externí zdroj financování. Na českém akciovém trhu se však i nadále prostředky v podstatě získat nedaly (mohlo být inspirativní, že na přelomu 50. a 60. let došlo v USA k značnému rozvoji IPO právě v reakci na přílišné nároky bank při poskytování úvěrů).

K neradostné situaci na kapitálovém trhu přispívala i situace, kdy investoři raději než na kapitálovém trhu zhodnocovaly své peníze pomocí bankovních vkladů, neboť v tomto období byla daň z kapitálových výnosů na úrovni 25 % a daň z úroků z bankovních vkladů 15 %. V situaci, kdy zároveň většina českých akciových společností nevyplácela dividendy a výrazně se zvýšila možnost zhodnocení peněz na trhu dluhopisů, byla nízká motivace investorů k aktivnější účasti na českém akciovém trhu pochopitelná.

V současné době převyšuje český bankovní sektor většinu bankovních sektorů v zemích, které v roce 2004 vstoupily společně s námi do Evropské unie<sup>65</sup>. Bankovní aktiva v ČR jsou zhruba na úrovni 130 % HDP a úvěry činí zhruba 60 % HDP<sup>66</sup>. Naproti tomu v Polsku či Maďarsku dosahují aktiva bank pouze 60 % HDP. Ve srovnání s průměrem EU před rozšířením jsou však hodnoty v ČR stále ještě výrazně nižší, neboť bankovní aktiva zde činí zhruba 260 % HDP a úvěry 130 % HDP.

Struktura vlastnictví firem vyplývající z kupónové privatizace tedy od počátku značně přispěla k velmi nízké motivaci společností hledat externí kapitál jinou cestou než pomocí bankovních úvěrů, což bezesporu mělo negativní vliv na úroveň rozvoje českého kapitálového trhu (zejména na jeho alokační funkci) a na stav podnikového sektoru, v němž řada podniků trpěla (a dodnes trpí) značnou podkapitalizací.

### ***c) celkový stav českého hospodářství***

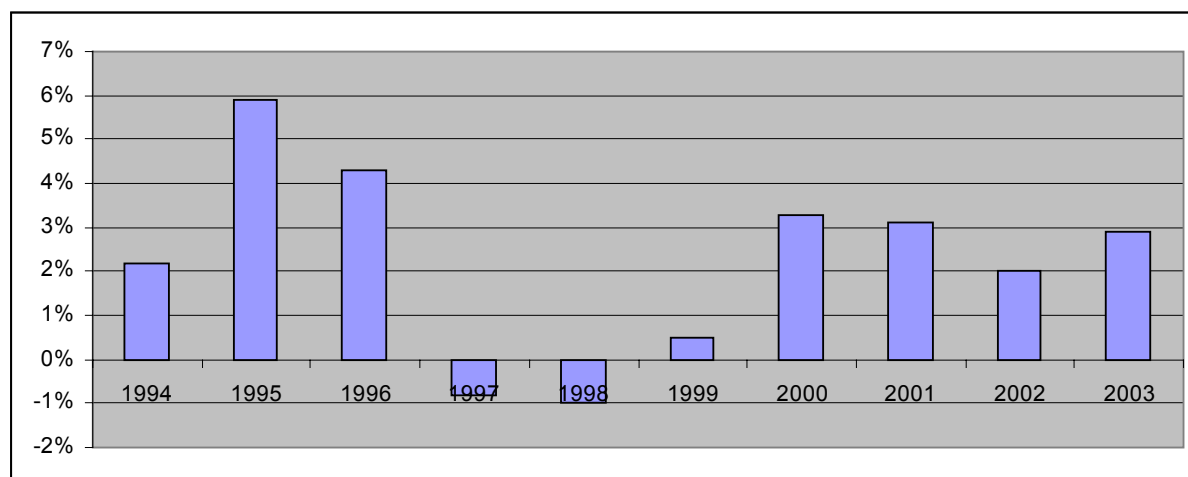
V kapitole zabývající se dlouhodobým vývojem na světových trzích IPO jsme konstatovali, že zájem firem i případných investorů o primární emise akcií je výrazně cyklický a do značné míry ovlivněn celkovým stavem hospodářství (případně vývojem v sektoru emitenta).

---

65. Caviglia: „Key features of the financial sectors in EU accession countries“.

66. *Europeum*: „Český kapitálový trh a jednotný evropský kapitálový trh“.

**Graf 10: Meziroční vývoj HDP (%) v České republice v l. 1994-2003.**



*Zdroj: ČSÚ.*

Pokud bychom se podívali na vývoj českého hospodářství a úroveň rozvoje jeho kapitálového trhu v letech 1994-2003, zjistíme, že vzájemné načasování mnoha podstatných faktorů pro úspěšný trh s primárními emisemi akcií bylo bohužel značně nepříznivé (stále mám na mysli faktory především ekonomického charakteru a prozatím odhlížím od složitosti proveditelnosti IPO vzhledem k technickým problémům vyplývajícím z nevyhovující legislativy).

V počátečním období (1994-1996), kdy se česká ekonomika nacházela v konjunktuře (viz. graf 10) a tedy potenciálně atraktivním období jak pro emitenty, tak pro investory, byl bohužel stav na českém kapitálovém trhu z pohledu IPO značně nepříznivý vzhledem ke zcela nedostatečné regulaci kapitálového trhu a nízkým informačním povinnostem účastníků trhu (viz. str. 67).

V letech 1997-1999, kdy začalo docházet z tohoto pohledu k určitým pokrokům, byla makroekonomická situace v ČR v důsledku finanční krize pro změnu značně nepříznivá a tudíž opět k rozvoji trhu primárních emisí nedošlo. Toho můžeme litovat dvojnásobně, neboť historicky bylo právě toto období na světových trzích zlatým věkem IPO.

V následujícím období, tedy v letech 2000-2003, kdy se české hospodářství po několika letech vymanilo z recese a podmínky pro případnou emisi akcií se tak z tohoto pohledu opět zlepšily, se pro změnu zcela změnila situace na světových trzích IPO, které se po splasknutí internetové bubliny dostaly do hluboké krize.

V současné době však již tato krize odeznívá a tak se zdá, že právě teď by mohl být z pohledu českého kapitálového trhu poměrně ideální čas pro první primární emisi akcií na BCPP, neboť v posledních několika letech zároveň došlo i k výraznému zlepšení situace z pohledu českého legislativního rámce ovlivňujícího trh IPO, k jehož analýze se dostáváme nyní.

### **3. Legislativní rámec.**

#### ***a) úvod***

Jak jsem již několikrát naznačil, za nefunkčností alokačního poslání kapitálového trhu nestály zdaleka pouze ekonomické důvody, ale dlouhou dobu i primárním emisím nevyhovující legislativa. Pro účely IPO jsou přitom rozhodujícími legislativními normami zákon č. 513 / 1991 Sb., obchodní zákoník (dále pouze „obchodní zákoník“ či „ObchZ“) a zákon č. 591 / 1992 Sb., o cenných papírech (dále pouze „ZCP“).

Rád bych podotkl, že není účelem této subkapitoly popsat všechny právní náležitosti spojené s procesem primární emise akcií, neboť se domnívám, že jejich výčet by byl pro účely této práce poměrně zdlouhavý<sup>67</sup>, ale spíše se zaměřit na hlavní překážky, které tento proces značně komplikovaly. Vycházet přitom budu zejména ze dvou studií z roku 2001, které nezávisle na sobě vypracovaly Komise pro cenné papíry<sup>68</sup> a Asociace pro kapitálový trh (AKAT)<sup>69</sup>.

V obou studiích docházejí autoři k závěru, že největší překážkou primárním emisím akcií je zdlouhavost celého procesu, což je v případě IPO zcela fundamentální problém. KCP v rámci své publikaci provedla odhad možného trvání celého procesu, a to jak odhad optimistický, tak odhad pesimistický (viz. tabulka 13 – první číslo intervalu udává odhad pesimistický a druhé optimistický).

---

67. Pro dobrý přehled na toto téma doporučuji publikaci autorského kolektivu vedeného Tomášem Ježkem a vydanou KCP v roce 2004 pod názvem „Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu“.

68. KCP: „Analýza příčin nerealizování IPO v ČR“.

69. AKAT: „Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu“.

Je zřejmé, že pokud by proces primární emise akcií měl skutečně trvat 10–22 měsíců, pak z pohledu firmy by nemělo téměř smysl o IPO uvažovat (i optimistická varianta deseti měsíců je stále ještě neúměrně dlouhá, navíc emitent by neměl žádnou záruku, že by se v daném intervalu podařilo emisi skutečně provést). Podívejme se tedy, jaké byly hlavní příčiny této zdlouhavosti a zda-li je již možné díky některým úpravám legislativy z posledního období dojít k optimističtějším závěrům.

**Tabulka 13: Odhad doby trvání procesu IPO na základě legislativy platné v r. 2000.**

Konkrétní procedurální činnosti a úkony	Doba realizace (kumulativně v měsících)
Pozvánka na jednání valné hromady	1
Zápis usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku	2 - 8
Schválení prospektu Komisí, přidělení ISINu	3 - 9
Uveřejnění prospektu emitenta	3 - 9
Ukončení procesu upisování akcií	6 - 12
Podání návrhu na zápis nové výše ZK do obchodního rejstříku	7 - 13
Zápis zvýšené výše ZK do obchodního rejstříku	7 - 19
Vydání nových akcií	7 - 19
Zaknihování akcií ve Středisku cenných papírů	8 - 20
Podání žádosti o přijetí k obchodování na veřejném trhu	10 - 22
Oznámení o přijetí na veřejný trh	10 - 22

Zdroj: KCP: „Analýza příčin nerealizování IPO v ČR“.

#### **b) problém dvojího zápisu do obchodního rejstříku**

Problém nutného dvojího zápisu do obchodního rejstříku (§ 202 až § 206 ObchZ), týkající se zvýšení základního kapitálu, byl právem považován za stěžejní a jak vyplývá z tabulky 13, v odhadech doby realizace IPO hraje dominantní roli. První zápis se týká usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu, druhý pak přichází po skončení upisování akcií a splacení předepsaných 30 % peněžitých vkladů (§ 206 ObchZ).

Hlavním problémem bylo, že české soudy neměly stanovenou žádnou lhůtu, ve které by byly povinny žádost o zápis posoudit a tak mohl tento úkon trvat podle KCP až 6 měsíců, což je vzhledem k charakteru primární emise akcií zcela nevyhovující (který investor by byl ochoten zaplatit za akcie 6 měsíců předem?).

Zásadní změnu týkající se druhého zápisu naštěstí přinesla novela obchodního zákoníku platná od 1. ledna 2002. Podle § 206 ObchZ je v současné době soud povinen vydat rozhodnutí o návrhu na zápis výše základního kapitálu do obchodního rejstříku na základě doručeného notářského zápisu o rozhodnutí představenstva, jímž představenstvo potvrzuje, že byly splněny všechny náležitosti s úpisem související. Toto rozhodnutí pak musí soud vydat do tří pracovních dnů od doručení notářského zápisu.

. Nadále pochopitelně zůstává otázkou, jak systematicky zefektivnit práci rejstříkových soudů či zda svěřit vedení rejstříku správnímu úřadu, případně obchodní rejstřík určitým způsobem privatizovat. Z pohledu potřeb primárních emisí akcií je však možné konstatovat, že výše zmíněná novela značně přispěla ke zrychlení celého procesu spojeného s primární emisí akcií a odstranila tak jednu z nejzásadnějších legislativních bariér, která dlouho bránila rozvoji trhu IPO v České republice.

### ***c) dispozice s právy z upsání nových akcií***

Dalším problémem až do roku 2002 bylo, že český právní řád výslovně neupravoval možnost disponovat s právy k upsaným akciím ještě před jejich vydáním. Investoři jimi sice mohly disponovat na základě obecných ustanovení závazkového práva a práva společností, z toho vyplývající míra právního rizika by však byla příliš vysoká. Určitá formální právní úprava proto byla žádoucí.

Česká legislativa se v tomto případě inspirovala na polském kapitálovém trhu, kde již delší dobu fungoval speciální typ cenného papíru – poukázka na cenný papír. Ta byla do našeho práva implementována také výše zmíněnou novelou obchodního zákoníku, a sice pod názvem „poukázka na akcie“ (§ 204b ObchZ). Jedná se o cenný papír na doručitele, se kterým jsou spojena veškerá práva upisovatele.

Pokud tedy upisovatel splatí emisní kurz akcie v plné výši (podmínka nutná pro snížení rizikovosti a zjednodušení právního režimu tohoto cenného papíru), pak mu emitující společnost může vydat před zápisem zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku tuto poukázku na akcii a investor tak může volně disponovat svým majetkem. Tímto právním institutem se tak odstranila další legislativní bariéra, z níž vyplývala nechuť účastníků trhu investovat do primární emise akcií vzhledem k problematickým možnostem disponovat svými právy k upsaným akciím.

#### ***d) prospekt a některé s ním související náležitosti***

V následujících odstavcích se nebudu zabývat všemi náležitostmi, které musí prospekt emitenta obsahovat (z obecného hlediska jsem již obsah naznačil v 3. kapitole), neboť by se opět jednalo o zdlouhavý výčet mnoha formálních požadavků, nýbrž bych raději poukázal na některé aspekty, které jsou rozhodující pro úspěch primární emise akcií.

Jak jsem uvedl v 3. kapitole, běžným standardem je na mnoha trzích IPO ještě před vydáním konečného prospektu vydání tzv. předběžného prospektu, v němž je určeno kurzové rozpětí a na jehož základě emitent a manažer emise představuje svou emisi investorům a formuje si na základě jejich poptávek představy o konečném emisním kurzu.

Tento institut však české právo doposud nezná a emitent tak zde musí po předchozím schválení Komisí zveřejnit již prospekt konečný (§77, §78c-e ZCP). Hlavním problémem z toho vyplývajícím byl až donedávna požadavek českého práva, aby konečný prospekt již obsahoval i definitivní výši emisního kurzu. To však společně s nemožností vydat předběžný prospekt bylo z pochopitelných důvodů pro účely IPO zcela nevyhovující.

Změnu v tomto směru přinesla novela ZCP z roku 2001 (§78e odst.9), která povoluje schválení prospektu Komisí i v případě některých chybějících údajů, jestliže prospekt obsahuje informaci o tom, jakým způsobem budou tyto údaje určeny a doplněny. Prospekt tak může obsahovat například předpokládané rozpětí emisního kurzu a definitivně může být určen emitentem a manažerem emise až na základě posouzení zájmu ze strany potenciálních investorů.

Tímto právním zásahem tak opět byla odstraněna jedna z překážek na cestě k fungujícímu trhu s primárními emisemi akcií (je možné, že autoři zákona se opět inspirovali polským kapitálovým trhem, neboť na něm je uveřejnění neúplného prospektu možné již delší dobu).

#### ***e) problém nominálního a emisního kurzu akcie***

Ve srovnání s drtivou většinou vyspělých kapitálových trhů je českým specifikem, že mnoho akcií je na veřejném trhu obchodováno pod jejich nominální hodnotou. To pochopitelně nevyhovuje potřebám sezónních emisí akcií, neboť aby nově emitované akcie byly zastupitelné s akciemi již vydanými, musí mít mj. stejnou nominální hodnotu. A obchodní zákoník přitom nepovoluje, aby emisní kurz akcie byl nižší než její jmenovitá hodnota (§ 163a odst.1 ObchZ). Taková situace pochopitelně mnoho firem již předem při úvahách o IPO diskvalifikovala.



Jedním z potenciálních návrhů, jak tuto situaci z dlouhodobějšího hlediska řešit, je možnost povolit emitovat akcie bez jmenovité hodnoty (což by si pochopitelně vyžadovalo mnoho dalších právních úprav institutů vázaných na výši základního kapitálu). Tuto možnost již mají například akciové společnosti ve Francii či Belgii<sup>70</sup>.

V současné době mají české firmy v podstatě dvě možnosti, jak tuto problematickou situaci řešit. Jednou z nich je kombinované zvýšení základního kapitálu (§ 209a ObchZ), při němž společnost kryje část emisního kurzu z vlastních zdrojů. Je však zjevné, že pro většinu společností je tato možnost nevyhovující vzhledem k nedostatku vlastních zdrojů.

Alternativním postupem je souběžné snížení a zvýšení základního kapitálu (§ 216c ObchZ). Zákon tedy umožňuje společnosti v rámci jedné valné hromady jedním usnesením rozhodnout o snížení základního kapitálu a současně jeho zvýšení. Rejstříkový soud následně rozhodne jedním usnesením o zápisu snížení základního kapitálu a zvýšení základního kapitálu společnosti. Firma tak díky této možnosti ušetří mnoho drahocenného času, který by byl nutný pro svolání dvou valných hromad.

V souvislosti s rozhodováním valné hromady bych rád podotkl, že pokud to stanoví společnost dovolují, může valná hromada podle § 210 ObchZ zmocnit představenstvo společnosti k rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu (v následujícím období pěti let do výše 1/3 základního kapitálu společnosti ze dne zmocnění). To může významně ušetřit čas nutný ke svolání valné hromady a umožňuje tak představenstvu společnosti pružně reagovat na případnou hospodářskou situaci vhodnou k uskutečnění primární emise akcií.

#### ***f) přednostní práva stávajících akcionářů***

V české legislativě je předkupní právo stávajících akcionářů zakotveno (§ 204a ObchZ), na základě rozhodnutí valné hromady však lze přednostní právo omezit (jen ve stejném rozsahu pro všechny akcionáře) či vyloučit (opět lze jen pro všechny akcionáře), pokud se jedná o „důležitý zájem společnosti“. Bohužel však v obchodním zákoníku chybí přesná definice toho, co tento značně široký pojem znamená.

---

70. KCP: „Analýza příčin nerealizování IPO v ČR“.

KCP ve své publikaci z roku 2001 konstatuje, že obchodní zákoník by měl výslovně deklarovat, že rozhodnutí o zvýšení základního kapitálu formou „emise akcií s bezprostředním cílem její registrace na veřejném trhu“ je důležitým zájmem společnosti. Komise tím sleduje záměr zamezení případným žalobám ze strany stávajících akcionářů, které by celý proces emise akcií mohly značně zpomalovat.

Osobně považuji tuto otázku za velmi spornou. V 6. kapitole jsem se podrobněji zabýval problematikou související s přednostními právy stávajících akcionářů na nově emitované akcie u již obchodovaných společností, proto se nyní omezím na sezónní emise akcií. Konstatoval jsem, že na většině trzích se jedná z pohledu přímých nákladů o levnější variantu sezónní emise akcií ve srovnání s jinými a zároveň nedochází k transferům bohatství mezi jednotlivými účastníky trhu.

Domnívám se, že by zákon měl definovat konkrétně, ve kterých případech je sezónní emise akcií důležitý zájem společnosti (na str. 53 jsou některé takové případy uvedeny), a ne paušálně považovat emisi nových akcií za důležitý zájem společnosti. V publikaci<sup>71</sup> z roku 2004 vydané KCP se uvádí, že důvodem pro vyloučení přednostního práva by mohl být například záměr společnosti expandovat na nové trhy či nemožnost uhrazení navrhované částky zvýšení základního kapitálu stávajícími akcionáři vzhledem k jejímu objemu.

S prvním uvedeným důvodem se dá souhlasit, druhý je však poměrně sporný. Tato situace je totiž na ostatních evropských trzích běžně řešena možností prodeje tohoto předkupního práva jiným investorům prostřednictvím trhu. Jsem si ovšem vědom toho, že takový trh v České republice prozatím není, což by mohlo situaci potenciálním emitentům značně komplikovat.

Na druhou stranu však při vyloučení přednostních práv dochází z podstaty sezónní emise akcií k transferům bohatství mezi „starými“ a „novými“ akcionáři společnosti a zároveň mohou vznikat i další náklady zmocnění související s SEO, které byly popsány v 6. kapitole. Domnívám se, že některé zkušenosti České republiky z 90. let, uvedené výše v souvislosti s kupónovou privatizací, nabádají k určité obezřetnosti a zachování ochrany zájmů menších akcionářů.

---

71. Ježek, et al: „Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu“.

### **g) současné podmínky pro přijetí CP k veřejnému obchodování**

Mimo zákonem stanovených podmínek (především o § 72 ZCP) musí emitent splnit ještě další podmínky určené organizátorem veřejného trhu, na kterém by cenné papíry měly být obchodovány. V případě České republiky se tedy může jednat buď o mimoburzovní veřejný trh (RM – Systém, a.s.) či o Burzu cenných papírů Praha. Z pochopitelných důvodů nebudu uvádět všechny nezbytné podmínky přijetí k obchodování, ale pouze stěžejní požadavky určené BCPP.

**Tabulka 14: Podmínky (nad rámec zákona) BCPP pro přijetí emitenta.**

Název trhu	Podmínky pro přijetí nad rámec zákona			Poplatky emitenta	
	Základní kapitál emitenta	Min. objem veřejné nabídky	Min. Délka činnosti emitenta	při přijetí	roční
Hlavní	-	200 mil. Kč	3 roky	50 tis. Kč	0,05 % obj. emise, max. 300 tis. Kč
Vedlejší	-	100 mil. Kč	3 roky	50 tis. Kč	0,05 % obj. emise, max. 85 tis. Kč
Volný	-	-	-	5 tis. Kč	-
Nový	20 mil. Kč	15 % objemu emise	1 rok	1 tis. Kč	1 tis. Kč

Zdroj: BCPP, KCP: „Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu“.

V současné době existují na BCPP čtyři trhy, na kterých je možno veřejně obchodovat cenné papíry – hlavní, vedlejší, volný a nový. Již z tabulky je zřejmé, že nejtvrďší požadavky musí splnit emitent pro přijetí k obchodování na hlavním trhu BCPP, neboť na tomto trhu jsou obchodovány největší a nejlikvidnější tituly. O něco méně náročné požadavky uplatňuje BCPP pro vstup na vedlejší trh, ke vstupu na volný trh pak nejsou uplatňovány žádné požadavky nad rámec zákona.

Stejně jako zahraniční rozvinuté trhy (viz. str. 15) zavedla BCPP v roce 1999 tzv. nový trh. Již první odstavec v úvodních ustanoveních týkajících se nového trhu zcela jasně říká, za jakým účelem byl zaveden – „nový trh je určen pro akcie společností s krátkou podnikatelskou historií a zároveň s perspektivním programem, které mají vysoký růstový potenciál a hledají kapitál pro další rozvoj“<sup>72</sup>.

72. „BURZOVNÍ PRAVIDLA ČÁST IV. – Podmínky přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu na novém trhu burzy“.

Zajímavým aspektem nového trhu je institut „patrona“, což je funkce, jíž vykonává člen burzy a garantuje svým jménem investorům, že emitující společnost splňuje všechny předpoklady pro přijetí k obchodování na novém trhu. Zároveň poskytuje emitentovi rady týkající se přijetí k obchodování a mj. poskytuje burze stanovisko k informacím od emitenta. Záměr tohoto institutu je zřejmý – snížit riziko případných investorů a posílit jejich zájem o poměrně neznámé společnosti.

Bohužel, doposud nový trh na svou první obchodovanou emisi stále čeká. Důvod je však nasnadě – v situaci, kdy v předchozích letech neproběhla žádná primární emise akcií na ostatních trzích BCPP, kde by se dala předpokládat emise stabilnější firmy, nedá se očekávat, že by investoři vzhledem k „neprošlapané“ cestě byli ochotni investovat do malých, podstatně rizikovějších firem.

#### **4. Dosavadní aktivita firem v oblasti IPO.**

Doposud jedinou firmou, která uskutečnila na českém kapitálovém trhu primární emisi akcií, byla softwarová společnost Software602. IPO byla realizována dnes již neexistující společností Private Investors, a.s. na mimoburzovním RM – Systému v roce 1998. V současné době je emise v objemu 50 mil. Kč stále ještě obchodována (majoritu drží zakladatel společnosti Richard Kaucký), její likvidita je však minimální.

Ještě v roce 1997 se o primární emisi akcií pokusila i další firma – Bonton, a.s. Objem emise měl být 35 mil. USD a jejím manažerem byl Morgan Stanley Global Emerging Markets Private Investment Fund, který měl uvést emisi na londýnskou a pražskou burzu. Emise však nakonec byla vzhledem k propadu cen na světových burzách v důsledku asijské krize odvolána a Bonton nakonec k financování podniku využil možnost neveřejného úpisu akcií právě od manažera emise ve výši 15 mil. USD.

Dalším neúspěšným emitentem byla brněnská společnost Limart, a.s. zabývající se výrobou plechů. Manažer emise EPIC Securities, a.s. nabízel institucionálním investorům 1 700 000 kusů akcií s emisním kurzem 175 Kč. Poptávka však nedosáhla ani milionové hranice, což přimělo manažera emise změnit strategii. Pokusil se emisi nabídnout i zahraničním a drobným akcionářům, ani to však k úspěchu emise nevedlo. Dle analytiků stál za neúspěchem IPO především příliš vysoký emisní kurz akcie a nedostatečná marketingová podpora ze strany manažera emise.

Jako o dalším možném adeptu pro IPO se v několika posledních letech hovořilo o společnosti Illusion Softworks, zabývající se výrobou počítačových her, další softwarové společnosti AAC či fotbalovém klubu Sparta Praha, spekulovalo se i o některé z dceřinných společností velkých telekomunikačních firem (Radiomobily či Českého Telecomu). Pozitivní roli by mohla sehrát i vláda, kdyby se při privatizaci některých firem (například ČSA) rozhodla využít kapitálový trh. Prozatím však k žádné z těchto potenciálních IPO nedošlo.

Nutnou podmínkou úspěchu zřejmě bude, aby emisi provedla dostatečně silná a stabilní firma, do jejíž primární emise akcií nebudou mít investoři strach investovat. Pokud k takové emisi dojde, domnívám se, že by na kapitálovém trhu mohlo dojít k „prolomení ledu“, a to jak ve smyslu ztráty určitých obav investorů z rizika s IPO spojeného, tak ve smyslu povzbuzení dalších společností ke vstupu na veřejný trh.

## **5. Závěr.**

V této kapitole jsem analyzoval především příčiny situace, proč během desetiletého fungování českého kapitálového trhu nedošlo na BCPP k ani jedné primární emisi akcií. Svou roli sehrálo tolik negativních ekonomických a legislativních faktorů, že by mohlo být považováno spíše za malý zázrak, kdyby trh IPO v 90. letech a na počátku milénia v České republice fungoval.

Pokud si tyto faktory zrekapitulujeme, pak se jednalo především o nedostatečnou regulaci a nedůvěru investorů v český kapitálový trh, jeho nízkou likviditu, chybějící vládní podporu kapitálového trhu, provázanost firem s bankovním sektorem, celkový stav českého hospodářství, recesi na světových trzích IPO v několika uplynulých letech a celou řadu technických legislativních překážek, způsobujících neúměrně dlouhou dobu nutnou k realizaci primární emise akcií.

Domnívám se však, že právě v roce 2004 nastaly podmínky ideální pro uskutečnění IPO. Z pohledu právního rámce byla v posledních letech vyřešena celá řada podstatných problémů a tak se zdá, že dnes již z právně-technického hlediska primární emise akcií téměř nic nebrání.

Pokud se jedná o podmínky ekonomické, pak české hospodářství již po několik let roste, regulace kapitálového trhu se oproti 90. letem změnila skutečně měrou velmi podstatnou, objem obchodů na BCPP směřuje k rekordním hodnotám (v období 1-5/2004 dosáhl objem obchodů hodnoty přes 207 mld. Kč, což je o 20,1 % více než v doposud rekordním roce 2000), hlavní index BCPP (index PX-50) se již delší dobu pohybuje po vzestupné trajektorii (pro společnosti je výhodné emitovat v obdobích vysokých cen akcií) a také již konečně dochází k oživení na světových trzích s primárními emisemi akcií.

Z pohledu čistě technické připravenosti BCPP pro primární emisi akcií pak podle všeho také není žádný důvod k obavám, což dokazuje dlouhodobě bezproblémově fungující dluhopisový trh. Primární emise dluhopisů jsou realizovány prostřednictvím UNIVYC, a.s. (dceřinná společnost BCPP, a.s.) a z technického hlediska je emise akcií fakticky shodná s emisí dluhopisů<sup>73</sup>.

Zároveň trh dluhopisů, jehož objemy obchodování v letech 2001–2003 dosáhly téměř osminásobku objemů obchodů akciového trhu, ukazuje, že je na českém trhu pravděpodobně dostatečné množství volných finančních prostředků, které však z důvodů uvedených v této kapitole nebyly využity k investicím na akciovém trhu. V současné době by však z tohoto pohledu mohlo dojít k obratu.

Nezbývá tedy než doufat, že český kapitálový trh konečně projde rozvojem trhu s primárními emisemi akcií a bude tak plnit jedno ze svých základních poslání, tedy alokaci volného kapitálu k výnosným investičním příležitostem. Zdá se, že podmínky jsou ve srovnání s minulostí téměř ideální.

---

73. KCP: „Analýza příčin nerealizování IPO v ČR“.

## 8. Závěr.

Primární emise akcií jsou velmi důležitou podmínkou efektivního fungování tržní ekonomiky. Firmy, které touto formou získají prostředky na kapitálovém trhu, mohou díky nim realizovat své další podnikatelské plány a vize, které by jinak často zůstaly nedokončeny. Přitom právě investice jsou hlavním zdrojem dlouhodobého hospodářského růstu.

Z pohledu investorů disponujících volným kapitálem se naopak jedná o další možnost, jak na kapitálovém trhu své prostředky zhodnotit a IPO tak zároveň každému investorovi skýtá další prostor pro co nejoptimálnější diverzifikaci rizika.

Pokud by účastníci trhu, od potenciálních emitentů přes finanční zprostředkovatele až po vlastníky volného kapitálu, primární emise akcií neustále ignorovali, pak by v dlouhodobém horizontu kapitálový trh ztratil smysl. Nejenže by nemohl plnit svou alokační funkci, ale zároveň by ztratila význam i funkce cenotvorná, neboť by postupem času nebylo u koho cenu tvořit. Při dynamičnosti ekonomických procesů je totiž nezbytné, aby firmy opouštějící veřejný trh byly nahrazovány společnostmi novými. Pokud se tak neděje, dochází k rozsáhlým celospolečenským ztrátám - podle odhadu Mezinárodního měnového fondu snížení kapitalizace akciového trhu o 10 % způsobí pokles hrubého domácího produktu až o 0,8-3 %<sup>74</sup>.

Je však zřejmé, že úspěšné provedení primární emise akcií patří mezi nejnáročnější úkoly, kterým jsou ekonomické subjekty v moderní tržní ekonomice vystaveny. Je to dáno tím, že celý proces je ovlivňován velmi širokým spektrem faktorů.

Třetí kapitola nám několik takových faktorů předestřela. Prvním z nich je skutečnost, že v celém procesu hraje podstatné role velmi vysoký počet aktérů – emitující společnost, hlavní manažer a spolumanažeři emise, auditorské firmy, právnícké firmy, regulátoři trhu a především pak potenciální investoři. Dobře zkoordinovat akce všech zúčastněných tak, aby celý proces od rozhodnutí společnosti o záměru realizovat primární emisi akcií až po vlastní začátek obchodování proběhl v co možná nejkratším čase, rozhodně není snadné, zvláště pak v situaci, kdy samotný proces může nabírat mnoha rozmanitých podob v závislosti na institucionálních podmínkách ekonomiky, sektoru emitenta, velikosti emitenta či jeho podnikatelské historii.

---

74. „Najde pražská burza smysl své existence?“

Získání prostředků pro další rozvoj firmy na kapitálovém trhu komplikují i některé neefektivnosti, ke kterým při primárních emisích akcií dochází. Ve čtvrté a páté kapitole jsem se zabýval dvěma fenomény, typickými pro oblast IPO – a sice krátkodobým podhodnocováním emisních kurzů akcií a na druhou stranu dlouhodobou podvýkonností firem po IPO ve srovnání s obdobnými, již déle veřejně obchodovanými podniky. Pro oba fenomény existuje řada jednotlivých, avšak nedostatečně komplexních vysvětlení, často se navzájem popírajících.

Důvodem je, že obdobné jevy pozorované na různých trzích mohou mít rozdílný původ, daný nejen institucionálními rozdíly mezi jednotlivými kapitálovými trhy či rozdíly v ostatních procesech, které v ekonomice souběžně probíhají, ale především rozdílným chováním investorů na jednotlivých trzích (předešlé faktory, tedy institucionální uspořádání a ostatní procesy v ekonomice, pochopitelně chování investorů významně formují), které se navíc v čase mění, což celou situaci ještě značně komplikuje.

Z těchto důvodů je nadmíru těžké utvořit ucelenou teorii, která by uspokojivě vysvětlovala všechny jevy pozorované na různých trzích IPO a přitom by platila dlouhodobě. Pokud se však podíváme na jednotlivé teorie, snažící se najít původ krátkodobého podhodnocování emisních kurzů či dlouhodobé podvýkonnosti firem po IPO, zjistíme, že mají některé významné společné charakteristiky – jsou založeny buď na asymetrické informaci, a to jak mezi jednotlivými skupinami účastníků primárních emisí akcií (například mezi emitentem a investory), tak přímo v rámci jedné skupiny (například mezi jednotlivými investory), nebo jsou založeny na omezené racionalitě účastníků trhu (zejména některých investorů), případně na obou zmíněných faktorech.

Domnívám se, že z tohoto poznání by se měl ubírat další směr vývoje trhů s primárními emisemi akcií – a sice k co nejvyšší dosažitelné transparentnosti celého procesu IPO a vyšší míře informační otevřenosti emitujících společností, stejně jako tomu je i v ostatních sférách fungování kapitálového trhu. V těchto ohledech má většina trhů IPO stále ještě určité rezervy.

Takovému pozitivnímu vývoji by mohla napomoci i uplynulá světová recese v oblasti IPO. Po negativních zkušenostech vyplývajících ze splasknutí internetové bubliny je velmi pravděpodobné, že přehnaný optimismus a často neuvážené investice mnoha investorů se v dohledné době nebudou opakovat. Naopak to zvedne tlak ze strany investorů na informační otevřenost emitentů a investoři sami budou vyhledávat spíše než jen rychlé spekulativní zisky možnosti dlouhodobého zhodnocení svého kapitálu v kvalitních a dostatečně transparentně se chovajících společnostech.



Díky změnám v české ekonomice v posledních třech letech, popsaným v sedmé kapitole, je možné doufat, že pokroku se v této oblasti v blízké budoucnosti dočká i český kapitálový trh a začne tak po deseti letech plnit svou alokační funkci. Alespoň částečně by se tak přiblížil vyspělým kapitálovým trhům. První důležitý krok na této doposud velmi trnité cestě již byl vykonán, neboť v průběhu června 2004 došlo k první klasické primární emisi akcií na BCPP, čemuž se věnuji v následujícím dovětku této práce.

## Dovětek.

Jako člověk se zájmem o oblast primárních emisí akcií jsem rád, že po událostech v červnu 2004 již lze konstatovat, že BCPP se konečně dočkala své první úspěšně zrealizované IPO – postarala se o to holdingová společnost Zentiva N.V. (dále jen „Zentiva“), zabývající se výrobou značkových generických léků.

Důvodem, proč se této emisi věnuji až ve zvláštním dovětku k diplomové práci je fakt, že tato práce byla vytvořena ještě v období před primární emisí Zentivy, která byla prvně obchodována na BCPP až 28. června 2004, a především z časových důvodů tak nebylo v silách autora implementovat skutečnosti týkající se IPO Zentivy do již vzniklého textu. Přesto bych rád alespoň touto formou první českou IPO zběžně zanalyzoval. Zabývat se budu především tím, zda-li emitent splňoval podmínky, které bývají obecně považovány za podmínky úspěchu IPO, přičemž popíši i proces a náležitosti IPO Zentivy. Pokud nebude uvedeno jinak, pak hlavním zdrojem dat v této části práce bude prospekt cenného papíru vydaný společností Zentiva<sup>75</sup>.

Hlavním akcionářem firmy byly a i po IPO zůstávají fondy Warburg Pincus (řízené společností Warburg Pincus LLC., dále jen Warburg Pincus), které před emisí držely 70,2 % všech akcií (každý ze tří fondů Warburg Pincus Ventures International, L.P., Warburg Pincus Ventures, L.P. a Warburg Pincus Equity Partners, L.P. držel 23,4 % akcií Zentivy). Jednoduchou vlastnickou strukturu je přitom možné považovat za jednu z podmínek úspěchu IPO, a díky majoritnímu podílu vlastněném fondy Warburg Pincus Zentiva tuto podmínku splňovala.

Nejdůležitějšími dceřinými společnostmi Zentivy jsou společnosti Zentiva, a.s. (podíl Zentivy činí 99,25 %) a Slovakofarma (88,25 %), které se obě zabývají výrobou generických farmaceutik. Zentiva je v současnosti největším výrobcem léčiv v ČR a čtvrtým největším ve střední a východní Evropě (po chorvatské Plivě, maďarské firmě Richter a slovinské Krka<sup>76</sup>), tudíž i další faktor pomáhající úspěchu IPO (signifikantní podíl na trhu) hrál Zentivě do karet.

---

75. Ke stáhnutí na „ <http://www.zentiva.cz/default.aspx/cz/pressmain/prospektcenneho>“.

76. ČTK: „Fondy Warburg Pincus by měly vlastnit 57,8 procenta Zentivy, ve hře je rozšíření nabídky akcií“.

Samotný podíl na určitém trhu by však ještě nebyl dostačující, pokud by tento sektor byl například v útlumu či jeho růstový potenciál by již byl vyčerpaný. Farmaceutický průmysl však v současnosti je ve srovnání s některými jinými odvětvími ekonomiky ve velmi dobrém stavu a očekává se jeho další rozvoj, tudíž i další podmínka úspěšně zrealizované primární emise akcií byla splněna.

Mezi další podmínky úspěchu pak můžeme zařadit ziskovost firmy v několika letech předcházejících samotné emisi akcií. V letech 2001–2002 dosáhla Zentiva (ještě bez společnosti Slovakofarma) při každoročních celkových tržbách těsně pod 6 mld. Kč čistého zisku ve výši 440,3 mil. Kč, resp. 607,3 mil. Kč. V průběhu roku 2003 byla Slovakofarma převzata Zentivou a čistý zisk dosáhl 903,5 mil. Kč při tržbách 7,571 mld. Kč (výsledky zahrnují hospodaření Slovakofarmy od 1. září 2003, avšak pokud by k převzetí došlo již 1. ledna 2003, pak by celkový čistý zisk činil 1 083,8 mil. Kč z celkových tržeb 9,6 mld. Kč).

Zisky tedy mají vzestupnou tendenci a podle výsledků za první čtvrtletí roku 2004 se zdá, že tomu tak bude i nadále, neboť zisk za první čtvrtletí 2003 činil 404,9 mil. Kč (včetně zahrnutí hospodaření Slovakofarmy) a v prvních třech měsících roku 2004 pak dosáhl 487,4 mil. Kč, což znamená nárůst v meziročním srovnání o 20,4 %. Tento vývoj jistě vzbuzuje optimismus, z pohledu investora je však na místě vždy určitá obezřetnost, neboť již v teoretické části práce byl zmíněn určitý motiv firem k přikrášlování či načasování dosahovaných zisků těsně před emisí. Přesto bylo možné celkově považovat výsledky hospodaření Zentivy za určitě dostatečné k tomu, aby o IPO začala uvažovat a neměla přílišné obavy o získání důvěry investorů.

Zároveň je možné konstatovat, že úspěchu IPO výrazně napomůže, pokud emitent zvolí za manažera emise zkušenou firmu s dobrou reputací, zvláště pak na nerozvinutém českém trhu. Ani zde Zentiva nezaváhala a za globálního koordinátora, správce úpisu a vedoucího manažera emise zvolila respektovanou firmu Merrill Lynch International. Dalšími vedoucími spolumanažery byly firmy ABN AMRO Rothschild, HSBC, ING Investment Banking a UBS Investment Bank. Vedoucím spolumanažerem a hlavním domácím vedoucím manažerem pak byla zvolena rovněž vysoce respektovaná společnost Wood & Company, a.s. (dále jen „Wood & Co.“).

Stěžejním důvodem tohoto poměrně širokého manažerského týmu byla skutečnost, že Zentiva se rozhodla kotovat cenné papíry na dvou trzích zároveň – kmenové akcie firmy na BCPP a globální depozitní akcie (global depositary shares, dále jen „GDS“ – v kombinované nabídce zastoupeny globálními depozitními certifikáty (global depositary receipts, dále jen „GDR“) na londýnské burze (London Stock Exchange, dále jen „LSE“).

GDR představují podíl na běžných, podkladových akciích emitenta a na vlastníka GDR přecházejí práva s těmito akciemi spojená (zejména právo na dividendu či předkupní právo při navyšování základního kapitálu), vyjma práva hlasovacího. Tento typ cenného papíru, jenž usnadňuje možnost investice do zahraniční společnosti, je výhodný zejména pro institucionální investory, kteří nemají zájem o řízení společnosti, pouze o investici do ní (v případě zájmu však mohou být GDR levně a rychle přeměněny na skutečné akcie<sup>77</sup>). V následujícím textu budu v některých případech pro jednoduchost pojmem „akcie“ označovat jak běžné akcie, tak GDR.

Objem celé emise (zahrnující jak nově vydané, tak již existující akcie) se zpočátku odhadoval na cca. 200 mil. USD, z toho zhruba polovina měla připadnout na nově vydané akcie (a tedy výnos pro Zentivu). Zentiva prostřednictvím manažerů emise v některých původních prohlášeních uvedla<sup>78</sup>, že získané prostředky budou použity na úhradu starých závazků a zahraniční expanzi. Je možné říci, že atraktivní podnikatelský záměr je opět další podmínkou úspěchu IPO a výše uvedená prohlášení určitě zněla potenciálním investorům lákavě. Jak však vyplývá z prospektu, Zentiva v části „Účel použití výnosu“ uvádí, že získané prostředky budou použity výhradně „...ke splacení všech dlužných závazků vůči fondům Warburg Pincus...“ a „...ke splacení určitého dalšího zadlužení“.

Právě neurčitost některých prohlášení představitelů Zentivy a neveřejnost prospektu cenného papíru (přístup k němu mělo v ČR pouze několik desítek profesionálních investorů) stály za prvními pochybnostmi o IPO Zentivy. Prospekt nakonec byl pochopitelně zveřejněn, neboť to vyžaduje platná právní úprava (§ 34 odst. 4, písm. a) zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu), ale stalo se tak až po uzavření objednávkových knih. Takový postup ze strany emitenta byl přeci jen v rozporu s počátečními prohlášeními o tom, že Zentiva má zájem o účast jak institucionálních, tak drobných investorů.

Vzhledem k tomu, že i transparentní postup emitenta při umístování akcií na trh a vysoká míra informační otevřenosti jsou další z podmínek úspěchu primární emise akcií, pak je možné konstatovat, že právě v této oblasti ohrozila Zentiva úspěch své primární emise nejsilněji.

---

77. Skřivánek: „Německo – Česká republika 0:2“.

78. Skřivánek: „Na akcie s Jamesem Bondem“.

Zentiva byla Burzovním výborem pro kotaci přijata k podmíněčnému obchodování na hlavním trhu BCPP 31. května 2004. Následně byl v prvním červnovém týdnu Komisí pro cenné papíry schválen i prospekt cenného papíru, který s ohledem na možnosti českého práva (viz. str. 80) neobsahoval konečný emisní kurz, nýbrž pouze předpokládané cenové rozpětí, které bylo určeno na 400-525 Kč za akcii (resp. 15,58-20,45 USD za GDS).

Toto poměrně široké cenové rozpětí dávalo manažerům emise dostatečný prostor pro určení konečného emisního kurzu na základě jednání s institucionálními investory a zmapování celkové poptávky po emisi. Pokud bychom vzali v úvahu dnes známý celkový počet nově vydaných a již existujících akcií, pak by cenové rozpětí odpovídalo ohodnocení společnosti na 15,25 – 20,02 mld. Kč, což bylo mírně pod rozpětím, v němž se pohybovaly odhady hodnoty emitenta dle většiny českých obchodníků s cennými papíry<sup>79</sup>.

Následně v období do 22. června 2004 přijímali manažeři emise nabídky k úpisu. Poptávce investorů neublížila ani nepříliš stabilní politická situace v ČR v červnu 2004 a nakonec zřejmě nebyla příliš ovlivněna ani informacemi o tom, že výnos bude použit na úhradu starých závazků společnosti, především pak na výplatu dividend z minulých let z prioritních akcií držených fondy Warburg Pincus (několik hodin před uzavřením objednávkových knih dokonce svolal organizátor emise telefonickou konferenci a finanční ředitel Zentivy a představitelé Warburg Pincus museli čelit dotazům investorů týkajících se zamýšleného vyplacení dividend).

Domnívám se, že hlavním důvodem dostatečné poptávky po emisi byl hlad investorů po nových investicích na českém kapitálovém trhu, dále určitý psychologický faktor „býti napoprvé u toho“ (účast mnoha investorů, jejichž poptávky však byly spíše opatrné) a očekávané zhodnocení společnosti z dlouhodobého hlediska (podle společnosti Atlantik FT by Zentiva na základě srovnání s obdobnými západoevropskými firmami měla hodnotu mezi 23,8–34,5 mld. Kč<sup>80</sup>).

Konečný emisní kurz emise byl organizátorem emise oznámen 23. června 2004 a stanoven na 485 Kč za akcii (resp. 18,36 USD za GDS). Celkově bylo upsáno 10 000 000 akcií, z nichž 4 329 896 bylo nově vydaných akcií a 5 670 104 již existujících akcií. Celkový objem primární emise tak činil 2,1 mld Kč a sekundární emise 2,75 mld. Kč. Zároveň manažer emise oznámil, že poptávka po emisi pětikrát převýšila nabídku, což je bezesporu možné považovat za úspěch.

---

79., 80. Skřivánek: „Německo – Česká republika 0:2“

Tentýž den, tedy 23. června 2004, bylo na LSE zahájeno pomíněné obchodování s GDS Zentivy. Jejich cena se z původních 18,36 USD vyšplhala až k dennímu maximu 19,55 USD (růst o více jak 6 %), pak ovšem kurz klesl a uzavřel na 19,4 USD za GDS. To představuje počáteční výnos emise ve výši 5,7 %, což je ve srovnání s běžným podhodnocováním emisních kurzů na jiných trzích (viz. 4. kapitola) nízké číslo.

Na BCPP se akcie začaly nepodmíněně obchodovat 28. června 2004 a jejich kurz dosáhl denního maxima 516 Kč za akcii. Poté však poklesl a uzavřel na 504,5 Kč za akcii, což znamená počáteční výnos 4,02 %. Objem obchodování pak dosáhl slušných 156 mil. Kč. Na konci prvního týdne obchodování byl kurz akcie na úrovni 504 Kč, což znamená, že Zentiva se s celkovou tržní kapitalizací 19,22 mld. Kč stala sedmou největší emisí akcií obchodovanou na BCPP. O tom, že primární emise Zentivy byla úspěšná, svědčí i rozhodnutí BCPP zařadit tuto emisi do bázi burzovních indexů PX 50 (po rozšíření obsahuje 16 titulů) a PX-D (8 titulů).

Počáteční podhodnocení kurzu je ve srovnání s například polským trhem IPO (v průměru podhodnocení o 25 %) na velmi nízké úrovni. Vypovídá to o dostatečné důvěře manažerů emise v kvalitu Zentivy, neboť nezvolili strategii, která by zaváněla podbízením se investorům nízkým emisním kurzem. Zároveň to však poukazuje na opatrnost investorů při sekundárním obchodování, kdy cena nebyla hnána vzhůru přehnaným optimismem.

Po emisi je situace taková, že fondy Warburg Pincus drží v současné době zhruba 57,8 % akcií Zentivy a zůstávají tak majoritním vlastníkem. Situace se však ještě bude měnit, neboť podle posledních zpráv se vedoucí manažer emise, společnost Merrill Lynch International, rozhodl využít v plné výši *greenshoe* opci (viz. str. 24) na dodatečných 1 500 000 akcií. Tato nadalokační opce byla mezi emitentem a manažerem emise uzavřena za standardních podmínek – tedy na 15 % objemu emise a s možností využití ve lhůtě 30 dnů od zahájení obchodování. Jelikož tyto akcie budou manažerovi emise prodány fondy Warburg Pincus, klesne jejich celkový podíl na zhruba 53,8 % akcií Zentivy.

Součástí smlouvy mezi emitentem a manažerem emise byly i další standardní prvky, obvyklé na vyspělých trzích. Jedním z nich je dohoda, podle níž nesmějí fondy Warburg Pincus prodat akcie Zentivy po dobu 180 dnů od zahájení obchodování (s výjimkou výše zmíněných opčních akcií) a management firmy dokonce po období 365 dnů. Důvod je jasný (viz. str. 42) – dostatečná motivace managementu ke kvalitnímu řízení i po IPO a zamezení zneužití asymetrické informace. Domnívám se, že bude velmi zajímavé sledovat vývoj kurzu akcií Zentivy krátce před vypršením těchto dohod, neboť toto období bývá často provázeno znatelným poklesem kurzu.

Přestože celkový objem celé emise činil 4,85 mld Kč (a po využití nadalokační opce ještě stoupne), celkový výnos pro společnost Zentiva tak vysoký pochopitelně nebude, neboť ta získává prostředky pouze z nově vydaných akcií. Celkový objem primární emise akcií byl 2,1 mld Kč, přičemž Zentiva odhaduje, že její čistý výnos po splacení všech nákladů bude 1,88 mld. Kč. Přímé náklady emise tedy činí zhruba 10,5 %, což lze ve složitých podmínkách českého kapitálového trhu považovat za úspěch (přímé náklady amerických firem při srovnatelném objemu emise 80 mil. USD dosahují zhruba 8 % - viz. str. 26).

Pokud se jedná o poměr, v jakém byla emise upsána mezi pražskou a londýnskou burzu, pak podle domácího vedoucího manažera emise Wood & Co. získali zahraniční investoři zhruba 80 % emise<sup>81</sup>. Přesto je pravděpodobnější, že na základě zkušeností s obdobnými transakcemi se cenotvorným trhem stane pražská burza, což předpokládá i domácí manažer emise<sup>82</sup>.

Jelikož titul je na BCPP obchodován v systému SPAD, je nutná jeho dostatečná likvidita. Budoucí objemy obchodování pochopitelně budou záviset na mnoha faktorech, startovní podmínky jsou však velmi nadějně. Vedou mě k tomu dvě skutečnosti. Zaprvé, mezi veřejnost (akcionáři mimo fondy Warburg Pincus a management Zentivy) se po uplatnění nadalokační opce dostane až 30 % akcií emitenta, což by při celkovém objemu emise mělo být dostatečné množství. Zadruhé, souběžné obchodování akcií na BCPP a GDS na LSE bude poskytovat spekulantům možnosti arbitrážových obchodů. Zejména druhý důvod by měl dle mého názoru akciím Zentivy zajistit dostatečnou likviditu.

Ta pochopitelně bude ovlivněna i budoucím vývojem společnosti. Nemám v úmyslu zde podrobněji analyzovat celkové vyhlídky společnosti Zentiva a budoucí vývoj farmaceutického odvětví, neboť to by již značně překročilo kapacitní možnosti a zaměření této práce, přesto bych rád zmínil, že stanoviska současného managementu k budoucímu vývoji firmy jsou poměrně neurčitá. A i když je jistě pozitivní, že podíl cizích zdrojů klesne díky užití výnosu z IPO na splacení starých dluhů a firma tak získá silnější pozici při případném jednání o budoucím úvěrovém financování firmy, určitě stojí za zmínku, že úvěrová pozice firmy byla silná již před IPO (v letech 2001 – 2002 si Zentiva půjčovala v průměru za 5,5 %, v roce 2003 pak za necelá 3 %<sup>83</sup>).

---

81. Gatěk: „Atlantik FT - HOT 29.6.“

82. Skřivánek: „Německo – Česká republika 0:2“.

83. Skřivánek: „Na akcie s Jamesem Bondem“.

Domnívám se, že investoři by v současné situaci přivítali spíše jasná stanoviska managementu a možná i poněkud agresivnější strategii firmy ve vztahu k budoucím zahraničním investicím. I přes tyto určité negativní signály se však domnívám, že především vzhledem k sektoru podnikání emitenta a jeho silnému a stabilnímu postavení na trhu není přílišný důvod k obavám o jeho budoucnost.

Z pohledu českého kapitálového trhu vidím přínos primární emise akcií Zentivy zejména ve třech hlavních bodech. Prvním z nich je rychlost, s jakou dokázala Zentiva emisi realizovat. O emisi nových akcií rozhodlo představenstvo Zentivy 12. května 2004 (využilo tak platných stanov společnosti, které schválila valná hromada, kdy představenstvo může rozhodnout o zvýšení základního kapitálu společnosti do výše 1/3 základního kapitálu společnosti ze dne zmocnění - viz. str. 82). Pokud bychom připočítali čas nutný ke svolání valné hromady, tedy jeden měsíc, pak emise Zentivy ukázala, že celý proces IPO je za současných českých legislativních podmínek možné stihnout do tří měsíců, případně i rychleji.

Druhým přínosem primární emise akcií Zentivy je potvrzení domněnky, že na českém trhu se nachází dostatek volných prostředků pro investice, doposud zde však nebyla dostatečná nabídka vhodných investičních příležitostí.

Třetím přínosem, který už nebude mít možnost nikdo zopakovat, je skutečnost, že Zentiva byla prvním úspěšným emitentem nových akcií na BCPP. Tento fakt by značně mohl zvýšit důvěru a zájem o primární emise akcií jak na straně případných budoucích emitentů, tak i na straně investorů.

Těsně po emisi tedy nelze než hodnotit IPO Zentivy pozitivně. V této chvíli nemám na mysli vliv samotné uplynulé primární emise akcií na budoucí podnikání společnosti Zentiva (ten ukáže až čas). Avšak Zentiva ukázala, že na pražské burze lze při splnění určitých podmínek získat finanční prostředky na rozvoj firmy při únosných nákladech a významně tak přispěla k rozvoji českého kapitálového trhu.



## Seznam zdrojů.

### Literatura

- Abhyankar, A., Ho, K.: „Long-horizon abnormal performance after SEOs revisited: An asset allocation perspective“ Working Paper, 9/2002.
- „Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR“ Komise pro cenné papíry, 2/2001.
- Armitage, S.: „The direct costs of UK rights issues and open offers“ European Financial Management 6, 3/2000.
- Aussenegg, W.: „Privatization versus private sector Initial Public Offerings in Poland“ Multinational Finance Journal, vol. 4, 2000.
- Benveniste, L.M., Spindt, P. A.: „How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues.“ Journal of Financial Economics 24, 1991.
- Bohren, O., Eckbo, E. B., Michalsen, D.: „Why underwrite rights offerings? Some new evidence“ Journal of Financial Economics, Vol. 46, 1997.
- Brealey, R., Myers, S. C., Marcus, A. J.: „Fundamentals of Corporate Finance“ McGraw-Hill Irwin, 2001.
- Brennan, M. J., Franks, J. R.: „Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK“ Journal of Financial Economics, 1997.
- Brown, P., Gallery, G., Goei, O.: „Does market misvaluation help explain share market long-run underperformance following a seasoned equity issue?“ UNSW Working Paper.
- Buchtíková, A.: „Empirická analýza financování podniků a úvěrových aktivit bank v ČR v letech 1995-1997“ VP č. 14, Praha, 1999.
- Bühner, T., Kaserer, C.: „External financing costs and economies of scale in investment banking - The case of seasoned equity offerings in Germany“ SSRN Working Paper, 2000.
- Cai, J., Loughran, T.: „The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992.“ Pacific-Basin Finance Journal, 1998.
- Caviglia, G., et al: „Key features of the financial sectors in EU accession countries“ European Central Bank, 2002.
- Corbett, J., Jenkinson, T.: „How is Investment Financed? A study of Germany, Japan, The united Kingdom and The United States“ Blackwell Publishers, 1997.

- „Český kapitálový trh a jednotný evropský kapitálový trh“ Europeum, 2004.
- Dubois, M., Jeanneret, P.: „The long-run performance of seasoned equity offerings with rights: Evidence from the Swiss market“ SSRN Working Paper, 1/2000.
- Eckbo, E. B., Masulis, R. W.: „Seasoned Equity Offerings: A Survey“ Handbooks in Operations Research and Management Science, Vol. 9, New York, Elsevier Science, 1995.
- Eckbo, E. B., Masulis, R. W.: „Adverse selection and the rights offer paradox“ Journal of Financial Economics, Vol. 32, 1992.
- Eckbo, E. B., Masulis, R. W., Norli, O.: „Seasoned public offerings: Resolution of the ‘new issues puzzle‘.“ Journal of Financial Economics, 5/2000.
- Fernando, S. C., Krishnamurthy, S., Spindt, P. A.: „Is The Offer Price in IPOs Informative? Underpricing, Ownershipstructure, and Performance“ The Working Paper of The Wharton School, 2/2002.
- Field, L. C., Sheehan, D. P.: „Underpricing in IPOs: Control, monitoring, or liquidity?“ Penn State Working Paper, 2000.
- Field, L. C., Hanka, G.: „The expiration of IPO share lockups“ Journal of Finance, 2001.
- „Fondy Warburg Pincus by měly vlastnit 57,8 procenta Zentivy, ve hře je rozšíření nabídky akcií“ ČTK, 24.6.2004.
- Gajewski, J., Ginglinger, E.: „Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from France“ SSRN Working Paper, 12/1998.
- Gatěk, T.: „Atlantik FT – HOT 29.6.“ 29.6.2004, [http://www.zpravodaj.cz/dpg\\_m94191.htm](http://www.zpravodaj.cz/dpg_m94191.htm)
- Gebhardt, G.: „Announcement Effects of Financing Decisions by German Companies: Synthesis of an Empirical Research Programme“ Goethe Universität Frankfurt Working Paper, 2/2001.
- Glaeser, E., Johnson, S., Shleifer, A.: „Coase versus the Coasians“ The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, 8/2001.
- Gompers, P., Lerner, J.: „The Really Long-run Performance of IPOs: The Pre-Nasdaq Evidence.“ Journal of Finance, 8/2003.
- Hanley, K. W.: „The Underpricing Of Initial Public Offerings And The Partial Adjustment Phenomenon“ Journal of Financial Economics, 1993.
- Herman, E. S.: „Corporate control, Corporate power“ Cambridge University Press,

1981.

- Houston, J., Ryngaert, M.: „Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers“ *Journal of Finance*, Vol. 52, 3/1997.
- Jeanneret, P.: „Use of the proceeds and long-term performance of French SEO firms“ *SSRN Working Paper*, 3/2000.
- Jegadeesh, N., Weinstein, M., Welch, I.: „An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings“ *Journal of Financial Economics*, 1993.
- Jelic, R., Briston, R.: „Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience“ *European Financial Management*, Vol. 9, 2003.
- Jenkinson, T., Ljungqvist, A.: „Going public“ *Oxford University Press*, 9/2001.
- Ježek, T., et al.: „Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu“ *KCP*, 2004.
- Kaserer, C., Steiner, F.: „The Cost of Raising Capital - New Evidence from Seasoned Equity Offerings in Switzerland“ *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*, 2004.
- Kim, M., Ritter, J. R.: „Valuing IPOs“ *Journal of Financial Economics*, 9/1999.
- Koh, F., Walter, T.: „A Direct Test of Rock's Model of the Underpricing of Unseasoned Issues“ *Journal of Financial Economics*, 1989.
- Koleček, L.: „Porovnání vývoje akciového trhu v České republice a v Polsku“ *Diplomová práce, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy*, 2003.
- Lee, I., Lochhead, S., Ritter, J. R., Zhao, Q.: „The Costs of Raising Capital“ *Journal of Financial Research*, 1996.
- Levis, M.: „Seasoned equity offerings and the short and long-term performance of IPOs in the U.K.“ *Journal of European Financial Management* 1, 1995.
- Li, X, Zhao: „Is There an SEO Puzzle?“ *AFA 2004 San Diego Meetings*, 2003.
- Ljungqvist, A., Wilhelm, W. J.: „IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?“ *Journal of Financial Economics*, 8/2002.
- Loughran, T., Ritter, J. R.: „Why has IPO underpricing changed over time?“ 9/2003.
- Mejstřík, M.: „Test recesí vyčistil kapitálový trh“ *Acta Universitatis Carolinae Oeconomica*, No.2, Carolinum, Praha, 1999.
- Michaely, R., Womack, K. L.: „Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations“ *Review of Financial Studies*, 1999.
- Mlčoch, L.: „Institucionální ekonomie“ *Karolinum*, 1996.
- Mola, S., Loughran, T.: „Discounting and clustering in seasoned equity offering prices“ *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, 6/2004.

- „Najde pražská burza smysl své existence?“ Svět hospodářství, 24.5.2004.
- „Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu“ AKAT, 2001.
- Ofek, E., Richardson, M.: „DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices“ Stern School of Business, 2001.
- „Prospekt cenného papíru“, Zentiva, 6/2004  
<http://www.zentiva.cz/default.aspx/cz/pressmain/prospektcenneho>
- Richter, T.: „Kupónová privatizace a její vlivy na řízení a financování českých akciových společností“ Disertační práce, Právnická fakulta Masarykovy University Brno, 2002.
- Ritter, J. R.: „Differences between European and American IPO Markets.“ European Financial Management, 2003.
- Ritter, J. R.: „Initial Public Offerings“ Contemporary Finance Digest, 1998.
- Ritter, J. R.: „Investment Banking and Securities Issuance“ Handbook of the Economics of Finance, 2003.
- Ritter, J. R.: „Money left on the table“ University of Florida Working Paper, 2003.
- Ritter, J. R.: „Returns on IPOs during the five years after issuing“, 2003.
- Ritter, J. R., Welch, I.: „A review of IPO activity, pricing and allocations“ Working Paper: Yale ICF, 8/2002.
- Singh, A. K.: „Common stocks rights offering and the standby underwriting contract“ Iowa State University Working Paper, 1992.
- Skřivánek, T.: „Na akcie s Jamesem Bondem“ Euro, č. 25, 6/2004.
- Skřivánek, T.: „Německo – Česká republika 0:2“ Euro, č.26, 6/2004.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E., Lai, K. W.: „Alternative flotation methods, adverse selection, and ownership structure: evidence from seasoned equity issuance in the U.K.“ Journal of Financial Economics, Vol. 57, 8/2002.
- Soucik, V., Allen, D. E.: „Long run underperformance of seasoned equity offerings: Fact or an illusion?“ School of Finance and Business Economics Working Paper Series, 2/2000.
- „Stabilisation and Allotment – A European Supervisory Approach“ The Forum Of European Securities Commissions, 6/2001.

- Stehle, R., Erhardt, O., Przyborowsky, R.: „Long-run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues“ European Financial Management, Vol.6, 6/2000.
- Suma, Y., Welzenbach, M., Piquardt, O.: „Was passiert nach dem IPO? Investor relations, Analystenempfehlungen, Look-ups“ Seminarreferat 2002, Goethe Universtitaet Frankfurt.
- Suzuki, I.: „Seasoned equity offerings in the UK, usage of funds, method of issue and share price reaction of issuers“ Working Paper, London Business School, 2000.
- Teoh, S. H., Welch, I., Wong, T. J.: „Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings.“ Journal of Finance, 1998.
- Welch, I.: „Equity offerings following the IPO: Theory and evidence“ Journal of Corporate Finance, 1996.
- WSE Factbook 2004.
- Wu, K. X., Wang, Z.: „Why do firms choose value-destroying rights offerings? Theory and evidence from Hong Kong“ Working Paper Series, 3/2002.

### **Webové stránky**

- BCPP: [www.pse.cz](http://www.pse.cz)
- ČSÚ : [www.czso.cz](http://www.czso.cz)
- KCP: [www.sec.cz](http://www.sec.cz)
- Ritter – IPO Data: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>
- The Financial Data Finder: <http://fisher.osu.edu/fin/osudown.htm>
- WSE: [www.wse.cz](http://www.wse.cz)
- [www.polishmarket.com](http://www.polishmarket.com)

### **Zákony a další**

- 4. Finanzmarktförderungsgesetz
- Burzovní pravidla
- Obchodní zákoník
- Securities Act of 1933
- Zákon o cenných papírech